全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《投资入门丛书》之三

米歇尔·C.托姆塞特 著
贺大勇 译

期权投资入门

GETTING STARTED IN OPTIONS

中国金融出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期权投资入门

米歇尔·C. 托姆塞特　著
贺大勇　译

中国金融出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　　谢

在此，谨对阅读本书早期版本并提出宝贵意见和建议的读者表示感谢，这些意见使本书所阐述的一些例题、定义和说明更为明晰，并最终使所有的读者受益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

多样化的投资

许多人了解一些投资品种，例如股票、共同基金和房地产都是广受欢迎的投资方式，许多人参与了这种或那种形式的投资，因而较容易获得这方面的基础知识。这些投资品种被普遍认为是较好的投资方式，并给人以正统投资的感觉。当打算投资时，人们通常会进入股票市场，考虑直接购买股票或通过共同基金间接购买股票。一些新投资者认为股市可以理所当然的获取利润，没有认识到风险。不过，通过咨询股票经纪人或金融顾问，投资者是能够认识并控制这些风险的。

购房时，我们所购买的是安全保障和长期增殖。这也是一种投资方式。由于购房者直接深入购房程序之中——看现房、研究房源、与经纪人交谈——房主/投资者能够很好地理解并评估风险。正如初级股票投资者一样，初级房地产投资者也可以通过请教、阅读广泛的专业书籍、聘请经纪人等方式自我提高。

初级投资者学习研究投资市场和投资风险更容易获得成功。初学者很容易获得股票市场和房地产市场这些广泛流传的投资市场的相关信息，可以先进入这些相对较容易的市场。广为接受的市场使得信息较容易获得，而信息的易获得性又更易于新投资者加入该市场。这是一个导致市场迅速发展的良性循环。对于市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而言，知道的人越多，就越有利于个人进行风险投资。

掌握充分信息的投资者使市场更健全并有利于该市场中的每一个投资者，不掌握充分信息的投资者使市场不健全而具危险性。投资者不了解的市场是不会繁荣的。成功的市场最有赖于有学识、充分理解市场的投资者，他们认识到所面临的风险，能够理解不仅有盈利的可能，也会有亏损的可能。例如，明智的股市投资者会制定盈利目标，也会制定止损点（在该点他们将斩仓）。他们务实地判断可以承受的盈亏，并在确定可承受风险的基础上制定风险策略。他们投资于几种投资品种以分散风险，而不是将风险完全集中。他们通过阅读和知识更新而自我完善。

一些市场不适合大多数投资者进行投资，可能需要承担过高的风险、投入过多的资金或具备过强的专业知识。在这些市场中只有小部分专业投资者才能游刃有余。

还有一些市场处于这两种极端之间。这些市场不像股票或房地产市场那样广为人知，然而，具备一定的知识后，许多投资者是可以投资获利并控制风险的。通常，投资大众对这些市场了解较少。由于缺乏了解，市场风险会被夸大，复杂性会被高估，但事实上仅仅是一些术语迷惑或吓退了潜在的投资者。

期权市场就是一个这样的市场，并非广为人知，大多数听说过期权的投资者都认为该市场是高风险和危险的。缺乏了解导致恐惧，了解越少，恐惧越深。作者将以下的投资基本原则作为本书的大前提：

在对某个市场的风险、机会、交易规则和术语有相当的了解之前，不要投资于该市场。

投资顾问所遵守的一个原则叫做“了解你的客户”。股票经纪人和顾问应了解客户的支付能力，客户所愿意并能够承受的风险程度。相同的理论也适用于客户，在投资之前“了解你的投资”。如果聘用股票经纪人或其他金融顾问，也应“了解你的顾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问”，确认顾问在给出建议之前对市场有较深入的理解。

让我们从“了解你的投资”这一原则入手。当听到期权这个词时你有什么反应？有些人将期权和复杂性与风险等同起来，拒绝投资于该市场，认为期权只适合于愿意承担高风险的投机者。这种认识并不正确。期权投资有可能投机性很高，也可能非常保守，这有赖于你所采取的策略。期权市场有多种投资方式，也包含多种不同的策略。期权可用于对其他投资头寸做套期保值，或作为减少可能损失的保护策略。通过学习期权的投资范围，你将克服对期权的疑惧。对市场全面的判断产生于对市场的研究。

如果通过学习，你发现期权市场不适合你，这将是一个全面的判断而不仅仅是片面的看法。不先研究风险和收益的可能性就拒绝一个投资市场，可能意味着机会的损失。任何市场都可能使你获利，不研究怎会知道呢？

期权于 1973 年开始公开交易。当时股票市场已经发展了几个世纪，股票交易的规则已在漫长的岁月中修改完善。相对而言，期权市场的交易和操作历史就短得多。这一不对等性使得很难将期权与股票市场进行比较。人们可能会问：“如果期权不像我所听说的那样具有风险性，为什么进行期权交易的人不多呢？”答案有两点。第一，期权市场发展时间较短，人们还不太了解。第二，尽管期权交易中所涉及的各种投资策略技巧并不像人们所想像地那样复杂，期权的语言是高度专业化的。多数人会因为语言的过度专业化产生疑惧感，不幸的是，期权市场的术语就属于此类。本书的一大主要特点就是，尽力通过例题与说明清楚地阐述术语之后的思维。

由于期权市场相对较新，我们不可能看到在 1929 年股市大崩溃时期权投资的表现，也不可能知道在 20 世纪 50 年代的牛市期权投资者的盈利状况。我们只能将对期权的理解应用于现今市场，大多数投资者也会这样联系。如果你的父母投资于股票，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能会对股票市场有较深入的了解，可能会依据父母在股市的经验而对其风险有所评价。但是你的父母不太可能曾经投资于期权市场多年。

今天，期权可投资于多种不同的用途。本书着重于介绍公开交易（即在公开交易所交易）的股票期权的投资策略，或者用于投机，或者用于许多人已经知道的较保守、风险较小的投资。用于投机时，期权是纯粹的风险性投资，一种打赌股票价格的未来移动趋势的方式。在极端保守的投资中，期权可为头寸做套期保值，用于防范股票投资中的亏损。在这两种极端策略之间，还存在着多种可能的投资策略的组合。为确定在投资组合中如何最优化使用期权投资——或先确定期权投资是否适合于你现有的资产——你需要分四个步骤进行评估：

1. 掌握这一高度专业化市场的术语。记住，使新投资者难于理解的不是投资的复杂性，而是语言的复杂性。即使是老练的股票市场投资者对期权的语言也不甚了解，因为股票市场中并没有采用期权市场的许多思维。期权交易员和专家开发了一种自用的速记语言以便相互之间的快速沟通。

2. 从风险角度研究期权市场。按照你所愿意并有能力承受的风险水平分析各种投资思路和策略。不要奢望有一种方法能适合所有人，你的情形与任何其他人都不一样，所以一种适合别的投资者的策略不一定适合你。许多投资者和投机者的投资组合中包含期权，他们采用了一系列的投资策略且不尽相同。由于期权有多种可能的投资方式，一个投资者可能同时采用期权的不同策略，甚至是反向策略。例如，由于在股票市场可以拥有反向头寸，因此有需要采用反向期权策略的现实可能性。

正如你所想像的，这就意味着更多种类的风险。股票市场中的传统投资者买入股份，持有，最后出售。然而，一些投资者“做空”，这表示他们出售他们尚未购买的股份。在这种情况下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就需要承受一种不同类型的风险。做空者可以采用一定的期权投资策略获益。股票投资策略越广，相应的期权投资策略就越广。该论述也适合于风险，如果扩展了你的股票市场投资策略，风险也将相应扩大。

你需要确认自己是一个愿意承担高风险的极度冒险型投资者，还是一个希望避免任何不确定事件的极度保守型投资者。最大可能性是介于这两者之间。正如你按照可接受的风险谨慎地确定买入或卖出股票一样，你也需要对期权使用相同的风险界定。

3. 观察市场。理解报纸上的期权交易数据和股票交易数据。跟踪一段时间内期权价格的涨跌，关注期权价格与资产市场中的价量关系变动的联系。除股票价格之外还有哪些因素影响期权价值？什么时候期权未到期时对价格有正面影响，什么时候有反面影响？明确了影响期权价格的重要因素，你就能够评估各种期权投资策略并选择适合于自己的策略。

4. 设定自己的风险标准。这是在任何投资中最关键的一步。应设定一个特定的目标，因为没有目标你就不知道应该何时买入或卖出，为什么做这种投资，甚至于具体到一种特定的策略是否合适。目标决定了采用的策略及合适的时机。你所做的决策及其是否适用于你的标准和目标，最终决定了你作为一个投资者是否成功。

这一包含四个步骤的评估过程适用于各种投资形式，而不仅仅适用于期权市场。购买股票时，这四个步骤也是有重要作用的。成功的投资有赖于透彻地理解市场的运作方式和风险程度。确定风险之后，跟踪市场，根据市场变化调整投资策略以达到个人目标，这就是成功的投资者与仅仅靠运气的投资者之间的差别。

相对于20世纪70年代中期的期权投资者和投机者而言，我们已经具有了很大的优势。现在，相对便宜的计算机程序和广泛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用的上网交易使得期权投资变得迅速、简单，并且大大降低了交易成本。现在你可以获取一度只有经纪人才能获取的信息，可以全天候下单，随时跟踪你的期权投资，享有一度只有主要交易所的交易室中的少数人才能享有的“特权”。

就在不久之前，股票市场的投资方式仍然并不方便，从下达交易指令到指令的执行之间有 15 分钟至 1 小时的延迟是很通常的事情。投资数量有赖于有限的经纪人执行指令的有限能力。现在，尽管我们已拥有了 20 年前不敢想像的电脑化执行与进入能力，也直到近期才有少数专家可以远程监控期权市场。今天，计算机和自动化使得越来越多的投资者可以进入期权市场，这一市场也越来越受到欢迎。随着市场越来越普及，机会也越来越多。

仅有先进方便的技术手段还不够。你的经纪人应该是期权交易方面的专家，能够指引你采用符合投资目标的投资策略。如果你对市场充分了解，可以自己独立作出决策，你还可以通过柜台经纪人直接交易，这样可以节省大笔费用。记住，经纪人是靠收取佣金为生的，他们也许不能完全达到你的期望，因此，当你多次进行交易后，水平可能会高于经纪人，这就是你开始独立决策的时候了。在这个高度专业化的市场中，你应该为作出独立的决策而承担责任。当你聘请经纪人时，所投资的也是你的资金，最终应由你决定如何投资。

本书旨在介绍期权这个高度专业化的市场，指出如何抓住最佳投资机会，帮助制定个人投资目标。本书并不建议采取任何一种行为，甚至不建议你成为一个期权投资者。每个人都是不同的，做一个广泛的假设和一个单一的建议，将违背了创作本书的初衷。本书试图全面细致地讲述期权的术语，解释期权投资，推出实战策略。本书每个章节围绕中心内容循序渐进，将术语与实例相结合，帮助你切实理解每种特定的策略可能产生的结果及风险。风险代表了每种策略的潜在的最大收益和亏损，定义为“利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润区间”和“亏损区间”。

许多案例中考虑了期权的成本、售价和利润，但没有计算经纪人佣金和交易成本。每次买卖期权时，就如同买卖股票一样，需交纳一笔交易费。例题中未考虑该因素有两个原因：第一，每家经纪人收费费率不同；第二，佣金率随交易量变动。例如，通常一笔单个期权交易的佣金会高于5个、10个或20个期权同时交易的平均佣金。作为普遍规律，交易数量或交易金额越大，费率越低。当你比较本书的案例与自有头寸时，请注意在估算利润或亏损区间时考虑经纪人佣金。

你所采取的任何策略都应该是适当的、有利的和可以承担的。没有适用于所有投资者的策略，期权也是如此。不管一种投资策略看起来多么简单、可行、无懈可击，不管在纸面上实行多么成功，都必须经过实践检验。许多投资者往往将决策建立在其他人的建议之上——朋友、家庭成员、经纪人或书本——而没有实地考察。他们忽视了进行实际考察并将信息与现实情势相结合，使用现实的资金，承担现实的风险的重要性。没有实践的分析是不够成熟的，没有分析的实践也是计划不充分的。

收集足够的事实和信息，作出明智的决定，你就可能获得成功。如果你损失了心灵的平静和个人的满足，获得的只有利润，这种努力是不值得的。投资市场的成功应该是个人的成就感与经济利益相结合。部分成就感来自于在一定程度上驾驭一个难于掌握的变幻莫测的市场所带来的满足感。通过将信息、理论与实际相结合，你将走上一条通向成功的光辉之路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　　录

前　言　多样化的投资……………………………………（1）

第一章　看涨期权和看跌期权……………………………（1）

第二章　期权合约的开立、轧平与跟踪…………………（39）

第三章　买入看涨期权……………………………………（72）

第四章　购买看跌期权……………………………………（93）

第五章　出售看涨期权……………………………………（114）

第六章　选择正确的股票…………………………………（146）

第七章　出售看跌期权……………………………………（181）

第八章　组合技巧…………………………………………（197）

第九章　选择自己的策略…………………………………（245）

词汇表　……………………………………………………（262）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

看涨期权和看跌期权

投资方式总的来说只有两种——权益投资和债权投资。权益投资是指购买公司的部分所有权。最典型的权益投资方式是通过股票市场购买股票，每一股份代表公司的部分资产或所有权。债权投资又称为债务“工具”。债权投资是提供给公司的一种贷款，最典型的投资工具是债券。公司、州、市和联邦政府均通过发行债券来进行融资，债券投资者即借款人。

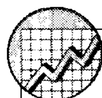


权益投资——一种投资于部分所有权的投资形式，例如购买公司股票。

当你购买了100股份时，你可以完全掌握该投资。你可以确定持有该股份多长时间，或何时出售。股票具有实际的价值，因为代表着公司的部分所有权。持有股票你可以收取股息，并且可以参加股东大会进行投票表决。如果股票升值，你

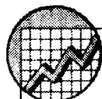
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以获利。你可以依照意愿持有股票多年，甚或一生。股票由于具有实际的价值，可用于交易或用作借款抵押物。



股份——单位公司资产所有权。

当持有债券时，作为借款人也持有实际的价值。你和发行人之间签署了协议，根据该协议发行人承诺支付利息并在特定的到期日支付本金。与股票相同，债券可交易或作为抵押物。债券价值的变动有赖于债券利率相对于市场利率的变动。



债权投资——一种投资形式，贷款以获取利息，例如购买债券。

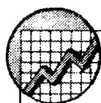
以上简单的介绍的目的是想引入第三种投资方式。大多数投资者比较喜欢股票和债券是因为它们具有实际的价值，并具有一些实际的特点。投资于股票或债券可获得股息或利息，并且不会有过期失效的危险。对大多数投资者而言，将资金投入一种没有实际价值、过期便无效的投资是不可思议的。设想有一种投资，在一年之内就会变得毫无价值。更有意思的是，这种投资随时间的流逝而贬值。

这些是本书的主题——期权投资的一些特点。尽管乍一看会觉得像期权这样的不具实际价值的投资风险过大且价值太不确定，但是请继续读下去。本书阐述了期权的一系列非常有趣的用法。并不是所有的期权投资方式都像你所想像的那样具有较大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险，有一些甚至非常保守。可能你以后会用到期权，期权的多种投资策略显然使投资变得更为有趣。

一份期权合约赋予你执行一项股票交易的权利,即在未来的某个特定的日期或之前,以特定的固定价格买入或卖出 100 股份。当持有一份期权合约时，你并未持有任何股票或是债务头寸，你只享有买入或卖出某个公司的 100 股份的契约权利。由于你随时可以买卖 100 股份,你可能会问:“为什么我需要购买期权合约以获取该权利呢?”答案是期权合约固定了该 100 股份的价格,这就是关键。价格是不断变化的,有时涨跌幅度很大。期权固定了交易价格,因此,不管股票价格如何变动，作为一个期权买方，你已固定了买(卖)的价格。随着时间的流逝,该固定价格就决定了期权的价值。



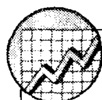
期权——又称选择权，在未来某个特定的日期或之前,以特定的固定价格购买或出售 100 股份的权利。

期权条款中存在着一些限制。该种权利不是无限期的，只存在于几个月之内。过了到期日之后，期权就没有价值了，因此期权的价值随着到期日的临近而消逝。同时，每一笔期权合约只适用于 100 股份。一笔股票交易的股份数通常是 100 的整数倍，100 也就成为公开交易股份的标准化、可接受的交易单位。投资者有权在市场中购买任何数量的股份，但是购买少于 100 的股份会支付相对较高的佣金。

期权分为两类，一类是看涨期权，又称买入期权（CALL OPTION），期权持有者有权购买 100 股特定公司的股份。每一份期权合约都是与一个特定公司的股票及其每股价格相联系的。购买一个期权，就仿佛有人对你说，“我允许你在从现在开始到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

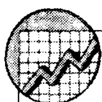
未来某个日期为止的任何时间里，以特定的价格，购买这个公司的 100 股份。为获得该权利，你需要先付给我一定的费用。”



看涨期权——又称买入期权，期权售出者赋予期权购买者的在特定时间内以固定价格购买 100 股份的选择权。

购买期权的费用（期权费）是由合约条款确定的。如果期权合约中确定的每股股份价格优于当前股票市价，期权费将会高一些。期权固定价格越优惠，期权费越高。期权的价值随股票价格的变化而变化。如果股价上升，看涨期权的价值也会上升。如果股价下跌，看涨期权的价值也会下跌。如果投资者购买了一份看涨期权，购买后股票的市场价格上升，投资者会由于期权价值上升而获利。期权价值与特定股票的价值直接相关。

第二类期权是看跌期权，又称卖出期权（PUT OPTION）。该种契约赋予其持有者在未来出售特定公司的 100 股份的权利。买入看跌期权，就仿佛有人对你说，“我允许你在从现在开始到未来某个日期为止的任何时间内，以特定的价格，出售这个公司的 100 股份。为获得该权利，你需要先付给我一定的费用。”



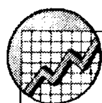
看跌期权——又称卖出期权，期权售出者赋予期权购买者的在特定时间内以固定价格出售 100 股份的选择权。

记住，看涨期权买方希望股票价格上涨，以使看涨期权升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值。看跌期权买方的希望与此相反，他们期望股票价格下跌使得看跌期权升值。看涨期权与看跌期权方向相反，其投资者对股票价格的未来走势亦有相反的预测。

如果期权的买方——不论买入看涨期权或是看跌期权——正确预测了股票的市场价格走势，就可以获利。但是，对于期权还应记住，股票市场价格的该种变动应发生在期权的到期日之前。换句话说，你可能正确地预测了股价的长期走势，但期权仅与股票的短期价格相联系。关键在于期权是有时间期限的，不像股票可以长期持有，债券到期时偿还本金，期权在短期到期日之后就完全失去价值了。由于期权的有效期只有几个月，时间就成为期权购买者能否获得利润或亏损的关键因素。



市场价格——在给定时间或日期的投资的价格。买方愿意付出该价格以获得投资，卖方也愿意收取该价格转移该项投资。

期权的市场价格为什么会随着股票价格的变化而变化呢？关键原因在于，期权仅仅是一项权利，本身并没有实际价值。该权利是与有限时间内的特定股票与特定价格相联系的。因此，如果购买该期权的时机不合适——意味着股票价格的有利变动未能发生在到期日之前——看涨期权或看跌期权的买方将不能获利。

购买一份看涨期权，就仿佛说："我愿意支付所要求的价格来获取一项合约权利。该权利使我能够在从现在起至特定到期日，以特定的价格购买 100 股特定的股份。"如果股票市价升至期权合约规定的固定交割价格以上，看涨期权价值上升。假设你购买了一份看涨期权，有权以每股 $80 的价格购买 100 股份。到期日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之前，股票市价上升至每股 $95。作为看涨期权的持有者，你有权以每股低于当时市价 $15 的价格购买 100 股份。

购买看跌期权也会出现相同的情形，但是股价须反向变动。购买一份看跌期权，就仿佛说:“我愿意支付所要求的价格来获取一项合约权利。该权利使我能够在从现在起至特定到期日，以特定的价格出售 100 股特定的股份。”如果股票市价跌至交割价以下，你就能够以高于当时市价的价格出售 100 股份。沿用上例，假设你购买了一份看跌期权，有权以每股 $80 出售 100 股份，到期日前，股票的市价降至每股 $70。作为看跌期权的持有者，你有权以每股高于当时市价 $10 的价格出售 100 股份。可以看出，期权的潜在价值隐于期权合约所赋予的权利。该合约权利非常重要，因此，每份期权被称为一份期权合约。

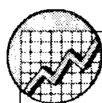


期权合约——一份单一的期权协议,该协议赋予了期权买方相应的权利(包括股票的确定、期权费、期权到期日、购买或出售股票的固定交割价格)。

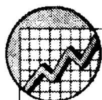
看涨期权

看涨期权的买方有权在购买期权至未来特定的到期日期间，以固定的每股价格购买 100 股份。看涨期权的买方由于购买合约而获取该权利，卖方将期权中规定的权利赋予买方。（参见图 1. 1）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期权买方——一个购买看涨或看跌期权的投资者，在期权市场价格高于购买价格时获利。



期权卖方——一个将期权的权利出售给其他人的投资者，在期权市场价格低于出售价格时获利。

下面我们来分析看涨期权的买卖双方。

1. 看涨期权的买方：购买看涨期权时，你希望股票价格上升，由此引起看涨期权的价值上升，可以高于初始购买价格的价位出售。

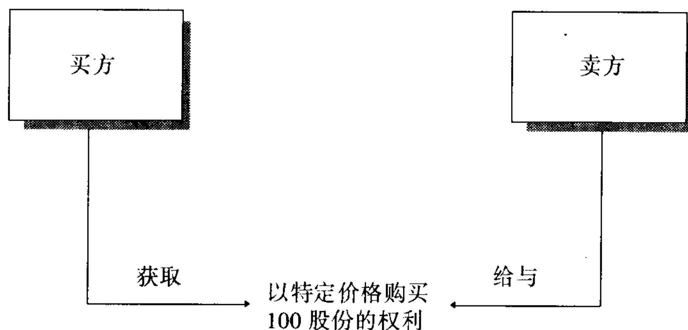


图 1.1　看涨期权

2. 看涨期权的卖方：出售看涨期权时，你希望股票价格下跌，由此引起看涨期权的价值下跌，可以低于初始出售价格的价位购回。

在股票市场中，可以在购买期权（或股票）之前出售期权（或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票)。该策略——先出售后购买，开始会让人觉得难以掌握。该策略并不只适用于期权市场，看涨期权也有多种投资方式。

例题：你拥有一所房产并用于出租。你的承租人有意购买该房产但没有足够的钱一次付清房款。因此，你们签订了一份称为带有买入选择权的承租合约（“出租期权”）。合约中，将每月承租人的支付金额分为两部分，一部分是每月的房租，另一部分是购房价款的分期支付。将该房产的未来购买价格固定于$125000，承租人将在三年内决定履行或放弃履行该合约。如果约定期限内，承租人决定不买该房产，你必须返还所积累的购房款。但是，只要该出租期权合约仍然有效，你就不能将该房产转售给第三方。

三年后，房地产价格大幅上涨，该房产现值$150000，比出租期权合约中确定的价格高$25000。承租人有权以$125000的价格购买该房产。你可以对承租人说:“我希望能够撤销你购买我的房屋的期权合约，如果你同意的话，我将返还你累积交付的购房款，并另外付给你$10000。”承租人可能会说:“我仍然有兴趣以约定的价格购买你的房产。如果现在我要到别处购买一幢相当的房产，需要支付$150000。因此，如果你付给我$15000而不是$10000，我愿意撤消我们的合约。”

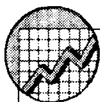
这与看涨期权相同。因为房产的市场价格上涨高于协定价格，房屋所有人希望支付部分金额以撤销合约。承租人获知房产升值使得出租期权的价值上涨。本例中，期权合约是由房主（期权的卖方）和承租人（期权的买方）签定的，由于相应财产增值，期权也会增值。如果双方能够就某一适当的价格达成一致以撤销期权，该合约将会失效。否则，承租人有权以协定的价格购买该房产。

如果房产价格下跌，该情况将会完全不同。例如，出租期权确定的交割价是$125000，但该房产的市价跌至$110000，承租

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人将不再愿意以 $125000 的价格购买该房产，该期权没有市场价值。

在交易所（如纽约股票交易所、芝加哥股票交易所和费城股票交易所）公开交易的期权的定价方式并不相同。由于每个营业日的交易量很大，列明的期权价格是通过竞价市场严格确定的，其竞价机制与股票买卖价格的确定机制相同。对特定股票或期权的需求上升会提高价格，而需求下降使得价格下跌。市场价格是指，在当前的竞价市场中，对于特定的标的物买方愿意支付且卖方愿意接受的价格。在这种系统下，期权的买方和卖方总是面对着一个完备的市场，总是可以以当前市场价格撤销一笔期权合约。



竞价市场——公开交易所，其中交易的期权、股票、债券和其他公开交易对象按照供需关系确定价格（需求大于供给使价格上升，供给大于需求使价格下跌。买卖价格由买卖双方给出）。

这一公开竞价的特点极为重要。例如，如果期权买方总是大大多于卖方，市场价格将大幅扭曲。如果买方需要花费很大力气寻找并不情愿的卖方，市场将是低效率的。由于买卖双方的需求极少均衡，因此公开交易所将他们自己置于使市场有效运行的位置上，他们充当每位买方的卖方、每位卖方的买方，以此来促进市场运行。

买入看涨期权的运作

买入一份看涨期权，并不意味着必须承担购买 100 股份的义务。事实上，公正地说，大多数看涨期权买方并不实际购买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

100 股份，直至到期日，才必须决定采取什么措施。期权买方有几种选择方式，最佳的选择有赖于相应股票的市场价格，和期权持续有效的期间长短。



到期日——期权合约中指明的日期，过期后期权将失去价值。



对应股票——期权合约中指明的股票，期权合约授予持有者买入或卖出该种股票的权利。



执行——按照期权合约中约定的每股价格，依照看涨期权规定的条款买入股票或依照看跌期权规定的条款卖出股票的行为。



交割价格——期权合约中指明的 100 股份特定股票的固定价格，当合约执行时，不管当时该股票的市场价格如何，期权合约的持有者都将按该价格购买或出售股票。

1. 如果对应股票价格上升，期权买方可以有两种选择。第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一，执行期权，以低于当前市场价格的价位购入股票。第二，如果你不想实际持有该100股份，可以高于你所支付的期权费的价格售出该期权并由此获利。记住，每份期权合约固定了购买100股份的价格，该固定价格称为期权的交割价格。交割价格以一个等于每股价格但不带货币符号的数字表示，该价格可以被5整除。

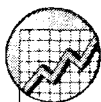
例题：两个月前，你决定购买一份看涨期权。支付了 $200 的价格之后，你有权以每股 $55 的价格购买特定股票的100股份。因此交割价是 $55。期权于月底到期。现在股票的市价是每股 $60，而该期权的当前市价是 $600。你有两种选择：或者执行该看涨期权，以每股 $55 的协定价格，即每股低于当前市场价格 $5，购买100股份。或者以 $600 的价格卖出该看涨期权，实现利润 $400（期权的当前价格 $600 减去初始价格 $200）。

2. 如果买入看涨期权之后，该股票的市价没有变动，期权买方有三种选择：在到期日之前卖出该期权（过期后期权没有价值）；继续持有该期权，希望到期前股价上升使得看涨期权升值；或者现在卖出该看涨期权并承担亏损。有时最后一种选择也是明智的，因为有限的亏损优于未来可能的完全损失。期权是一种消耗资产。如果在期权到期日之前，对应股票的市价没有高于其交割价格，期权最终将失去价值。期权费——期权的当前市场价格——在临近到期日时将低于你购买时的价格。差价反映了期权的时间价值。距到期日的时间越长，对应股票（和期权）价格变动的机会就越大。

例题：几个月前，你以每股 $5 的价格购买了一份看涨期权（这意味着你需支付 $500）。你希望对应股票将会升值，使得期权也会增值。该看涨期权月底到期。但与你的预期相反，股价下跌。你所持有的期权现在只值 $100。你可以出售该期权并承担 $400 的亏损，也可以继续持有该期权，期望在最后时刻股价上涨。不管采取何种措施，你都需要在到期日之前采取行动，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为过了到期日，期权不再具有任何价值。



消耗资产——在一段时间内价值减少的资产（例如期权，其仅存在于到期日之前，到期日之后没有价值）。

3. 如果对应股票的市场价格下跌，对应看涨期权的价格同样会下跌。看涨期权的价值是与对应股票的价格直接联系的，如果股票价格大幅下跌，该期权的价值将大大低于你所支付的期权费。你可以出售该期权并承担有限损失，如果该期权的价值已几近于零，你也可以简单地持有该期权以待过期。



期权费——期权的当前价格，交易时期权买方支付、卖方收取的价格（期权费的数额表示为没有货币符号的每股价格，例如，期权费为 3 意味着该合约的当前市场价格为 $300）。

例题： 4 个月前，你购买了一份看涨期权，价格为 3（即期权费为 $300）。你预期对应股票的价格会上升使该期权增值。但是，股价反而下跌了，期权价格也随之下跌。目前期权价格为 1（$100）。你有如下选择：或者以 1 的价格出售该期权承担 $200 的亏损，或者继续持有该期权。也许由于各种各样的原因，股价在最后时刻会上涨。但是，持有期权也面临着价格进一步下跌的风险。购买期权具有一定的风险，因为期权有时间期限，时间的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消逝不利于买方，有损失全部投资的风险。然而，投资于期权的一大优点就是风险是有限的。与将大额资金投入股市本身不同，期权投资亏损有限而获益机会无限。

例题： 上个月，你购买了一份看涨期权，价格为1(期权费为 $100）。对应股票的当前市价为 $80。在投资了 $100 之后，你就可以在某种程度上控制市场价格为 $8000 的 100 股份(当然，该控制权不包括投票权和获取股息，仅是价格控制)。即便该股票的价格远低于当前的市价每股 $80，你所面临的风险也只是有限的，你可能承受的最大亏损就是 $100——你所支付的期权费。比较而言，如果你将 $8000 投资于股市，全部投资都暴露于风险之中，并且该笔资金全部占用，也不能用于其他投资。期权定价取决于对应股票的当前市场价格、股票的交割价格和距离到期日的时间。看涨期权的定价将在本章以后部分讲述。

例题： 你以 1 的价格(期权费为 $100)购买了一份看涨期权，获得了以每股 $80 的价格控制 100 股份的权利。你的潜在损失仅限于 $100；你的潜在收益只受到时间的限制。投资于期权并接受该时间限制，你就没有必要占用 $8000 的资金，只需要投入相对少得多的资金。

从某种意义来说，这就是“投资”和“投机”之间的区别。投资通常指的是较长期的智力活动。由于股票没有有效期，投资者可以较少关注市场的短期变动，期望几年之后因该公司效益提高而获利——尚不包括投资期间获得的股息。同时，股票投资者也享有实际持有股票的优势。相比之下，投机者的风险在于可能损失全部投入资金，也可能实现投机利得。然而，对期权投资而言，该潜在的风险/收益的可能性严重受制于期权到期日。要切实理解购买看涨期权的投机特性对投机者有何影响，请考虑以下两个例题。

例题： 对应股票价格上涨：你以 2 的价格($200)购入一份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看涨期权，获得以每股 $80 的价格购买特定股票的 100 股份的权利。如果股票价格上升高于 $80,你所持有的期权价格的涨幅与股票的涨幅几乎是相当的。如果股价每股上涨 $4(涨至 $84),该期权价格也会上涨 4 个价位，或 $400，如果在该价位售出期权，你将获利 $400。这与你投资 $8000 购买 100 股份所实现的利润是相同的。(该比较没有考虑经纪人费用，100 股份的交易费用将远高于交易一份看涨期权的费用。)

例题：对应股票价格下跌：你以 2 的价格（ $200)购入一份看涨期权，获得以每股 $80 的价格购买特定股票的 100 股份的权利。期权到期日之前，对应股票价格下跌至每股 $68，你的损失是全部投资 $200。然而,如果你投资 $8000 购买 100 股份，你的损失将是 $1200(以前的每股 $80 减去当前市价每股 $68）。与直接购买股票相比，期权投资的风险较小。股票持有者有权等待价格短期下跌走势的结束，甚至无限期地等待。但是，请记住，对该股票持有者而言，$8000 资金被占用套牢并无法预知需要多长时间才能解套获利。期权投资者的风险仅持续几个月，而股票持有者经常会由于损失机会成本而苦恼——资金占用无法进行其他投资。

当所投资的股票价格下跌时，股票持有者可以等待股价反弹。在该期间内，他们可以获取股息，因此其投资并不是完全闲置的。如果投资者有意于长期收益，股价的暂时下跌并不是灾难性打击。该类投资者不应投资于期权，因为期权投资具有短期性。持有股票的另外一个特点是股票可用作抵押物，而这一点期权投资者无法做到。由于期权本身不具有实际的价值，所以不能像股票一样用于抵押。

购买看涨期权的真正优势在于：不需要占用大额资金并暴露于风险之中你就可以控制 100 股份，就像你已实际购买一样。亏损仅限于你所支付的期权费，风险仅存在于期权有效期间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看涨期权买方的投资标准

在股票交易所工作的人员——包括投资者雇佣帮助他们进行买卖交易的经纪人——通常会对股票投资提出建议。有资格的股票经纪人或金融顾问可能也会对期权投资提出建议。当聘请经纪人，特别是看涨期权的经纪人时，请牢记以下几点重要建议：

1. 经纪人对市场的了解可能不如你深入。仅仅凭一个人具有执业资格并不能判定他或她精通所有的投资品种。股票市场专家也可能完全不懂期权。适用于所有期权投资者的一个原则是：做自己的专家，不要依赖他人为你制定投资策略。

2. 不要指望经纪人为你提供培训。记住，经纪人是靠执行指令收取佣金而谋生的，这意味着经纪人的主要动力是引导投资者多做买卖。经纪人不是教师,尽管许多能干、耐心的经纪人会给投资者一些指导,但是并不能期望那是经纪人应当提供的服务。

3. 投资风险没有保障。所有的市场都存在风险。尽管购买看涨期权具有特定的风险，那并不意味着相比之下股票投资总是安全的。投资都依赖于时机、市场和未来价值的变动。但是，如果你投资于期权市场，可能会承担一些特别的风险。

4. 期权投资属于高度专业化的投资，每位投资者都应根据自己的需要制定计划和一系列策略。从这一角度来说，聘请经纪人是没有意义的。你可以考虑通过只提供交易服务而不提供参考建议的柜台经纪人进行直接投资。理论上说，经纪人是进行有偿咨询的。但是在期权市场中，变化非常迅速，策略必须是依据个人具体情况而制定的，因此经纪人的建议未必总有价值，有时可能并不是最佳方案。

法律要求经纪人应确保投资者是期权投资的合格者，也就是说投资者至少应该具有对市场风险、操作程序、交易术语的最基本的认识，并且理解自己在做什么。经纪人需要遵守一条原则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“了解你的客户”。大多数经纪公司要求期权投资者填写一个简短的表格以说明他们在期权投资方面的知识和经验，同时也提供给投资者一份期权说明书，披露期权市场的风险，同时建议投资者在投资前认真阅读该说明书。

购买看涨期权的投资标准是投资者理解市场的运作，并且投资金额在可以承担的风险范围内。除此之外，你可以自主确定愿意承担的风险额度。最后，你需要对自己的市场盈亏负责。经纪人的职能只是保证在你开始投资前已经询问过必要的问题。

出售看涨期权的运作

购买看涨期权与购买股票相似，投资者投入资金，一段时间后确定是否出售，交易以正常顺序进行，先买后卖。出售看涨期权的操作与此不同，出售者先售出一份看涨期权，随后买入相同的看涨期权以对冲交易。

许多人难以理解先卖后买的思路，通常的反应是“你确定可以吗？那样做合法吗？”或者“你怎么可以出售你所没有的东西？”事实上，这样做是合法的，某些东西有可能在购买之前出售。股票市场中经常进行这样的交易，称为“卖空”。投资者卖空，意味着投资者出售不实际持有的股票，其后再执行一个独立的“买入”指令对冲该头寸。

同样的技巧也可用于期权市场，但是操作简单得多。由于期权没有实际价值，做一个期权卖方会相对简单一些。期权卖方出售期权合约中赋予的权利，而不是购买该权利。一个看涨期权的卖方给予他人可以在特定的到期日之前以固定的每股价格购买特定股票的 100 股份的权利。作为回报，看涨期权的买方支付期权费。作为看涨期权的卖方，你有一定的收入，但是也必须作好当期权买方要求履约时交割 100 股份的准备。由于可能要低价交割 100 股份，这一策略的风险比买入看涨期权大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你是期权买方，履约与否完全取决于你。但是作为期权卖方，履约与否就取决于别人。作为看涨期权的卖方，你的盈亏取决于以下三种情况：

1. 对应股票的市场价格上涨，使得相应看涨期权增值。该情况对买方有利而不利于卖方。如果买方要求履行合约，即“买入”100 股份对应股票，你就必须进行交割。这在实际操作中并不意味着你需要买入股票然后卖给买方，你只需支付履行期权合约时的市场价格与交割价格之间的价差。然而，这意味着你将承担亏损。记住，只有当股票的当前市价高于交割价格时，期权才会履行，这也就意味着你需要支付差价。

例题：你出售了某种股票的看涨期权，交割价为每股 \$40。你恰好持有该种股票的 100 股份，因此你认为出售看涨期权风险最小。期权费为 \$200，出售期权时你在交易所收取了该费用。一个月后，股票的市价上涨至每股 \$46。买方要求履行合约，因此你被迫以每股 \$40 的价格交割该 100 股份，比当前市价每股低 \$6。尽管你收取了 \$200 的期权费，可是由于低价出售该股票，你损失了 \$600，因此你的净亏损是 \$400（市场价值亏损 \$600 减去收取的期权费 \$200）。

例题：给定条件同上，但是假设你并不持有该 100 股份，履约时会出现什么后果呢？在这种情况下，你仍然需要以每股 \$40 的价格交割 100 股份。你需要支付 \$600 的差价（市价 \$46 减去交割价 \$40）以履行该期权合约。

2. 如果股票的市场价格保持在或接近于你出售看涨期权时的水平，看涨期权的价值随时间消逝而下跌。记住，看涨期权是一种消耗资产。这一点不利于期权的买方，是卖方的一大优势。时间的消逝不利于买方而有利于卖方。因此，当你出售一份看涨期权而其价格下跌时，你可以以较低的价格购回该期权并获利。

例题：你售出一份看涨期权，期权费为 4（\$400）。两个月后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票的市价与你出售该期权时相近。该期权的价格下跌至 1（$100）。你可以以 1 的价格购入该期权，获利 $300。

例题：给定条件同上，你还有一种选择。你持有该期权至到期，希望在到期日前对应股票的价格不会上涨，而不买入价格下跌的期权对冲。如果股票价格维持于当前水平直至期权失效，你就可以盈利 $400。

3. 如果对应股票的市场价格下跌，期权价格也会下跌，这有利于看涨期权的卖方。记住，你因出售期权已收取了期权费，你希望以后能以低价购回，或者该期权过期无效。你可以选择：随时购回该期权平仓或等待至过期。

例题：你出售了一份看涨期权，收取期权费 5（$500）。随后，对应股票的市价大幅下跌，大大低于该期权确定的交割价，你认为，股价不可能反弹。如果直至到期日，对应股票的市价都等于或低于期权的交割价，该期权将不会被执行。在这种情况下，等待期权失效，你将获利 $500。

例题：给定条件同上，但你不能确定股价是否会反弹，依照历史走势，该股票的价格可能大幅震荡。期权离到期尚有 3 个月，该看涨期权的当前市价为 $200，你认为存在交割的风险，因此，决定购入该期权以平仓，获利 $300（初始期权费 $500 减去当前期权费 $200）。

作为看涨期权卖方，你有三点需要牢记。第一，该交易是反向的，先卖后买。第二，与买入期权支付期权费相比，出售期权收取期权费。第三，有利于买方的条件对你不利，反之亦反。看涨期权的卖方希望对应股票价格下跌，而不是上升。股价上升不利于卖方，因为这意味着该期权比你出售时更值钱。回顾一下其他市场中的类似交易可以更好地理解出售看涨期权的运作方式：

√ 艺术经纪人出售艺术作品，只有一幅样品展示给客户。当交易达成后，她再订购该艺术品交付购买者，这位艺术经纪人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的交易过程就是先卖后买。

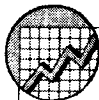
√ 汽车经纪人根据客户的特殊要求为汽车订价。只有达成交易后，才向工厂订货。汽车经纪人在工厂制造汽车之前出售汽车。

√ 房屋承销商在房屋建造之前通过展示房屋模型销售了千百套房屋。承销商售出房屋后，以收取的房款进行融资建造房屋。

出售看涨期权合约之后，你被认为持有一个空头（或短头寸）。该出售使你的头寸出现敞口，可以有两种方式关闭该敞口。第一，执行买入指令以平仓。第二，持有至到期，到时该空头不复存在，整个期权费成为收益。与此相应，更为常见的“先买后卖”方式被称为多头（或长头寸）。一个多头可以有两种方式平仓。第一，售出该投资以平仓。第二，在期权投资中，使其过期无效，这意味着整个投资是一种亏损。



空头——又称短头寸。投资者在买入之前先执行的卖出交易（该空头可通过执行相应的买入交易或到期而平仓）。



多头——又称长头寸。投资者在卖出之前先执行的买入交易（该多头可通过执行相应的卖出交易或到期而平仓）。

出售看涨期权的投资标准

出售看涨期权的投资标准和购买看涨期权大不相同，风险水平差别很大。你除应理解期权投资的市场、程序和术语，还应明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

白期权卖方需要采用一个不同的投资标准。

看涨期权买方所承担的风险有限。最大的亏损只是所支付的期权费。然而，作为卖方你赋予其他人一种权利并为此收取了期权费。因此，你所面临的风险几近于无限。理论上说，风险是受时间因素限制的，并且大多数情况下时间的消逝有利于你。然而，众所周知，股市变幻莫测，如果股价大幅上涨时，你恰好持有空头，将会损失惨重。

例题： 你出售了一份特定股票的看涨期权，收取期权费 7（$700）。交割价为每股 $35。两个月后，有公告指出另一公司以每股 $60 的价格收购该公司股份。两天后买方要求履约，你损失 $1800。你必须以每股 $35 的价格交割 100 股份，而当时该种股票的市场价格是每股 $60，两者之间的差额是 $2500。你已收取了初始期权费 $700，所以，该看涨期权执行后，你的损失是 $1800。

从允许你出售看涨期权的经纪人的角度来说，该投资的标准应高于适用于看涨期权买方的标准。对于买方而言，支付能力仅与所支付的期权费的水平相关。但是，对于卖方而言，问题就成为能否承担当对应股票价格出现巨大变动时潜在的较大损失。

例题： 给定条件同上，区别仅在于你实际持有该种股票的 100 股份。你认为出售看涨期权收取 $700 的期权费是合适的，因为你持有该种股票。当公告指出该种股票每股售价为 $60 时，你仍然需要交割该 100 股份，你所损失的是如果你没有出售该期权可以获得的潜在利得。但是，履行合约时，你不需要再损失 $1800，你仅仅损失了股票和潜在利得。

上例中的亏损并不一定是不利的。一些股票投资者将出售所持有的股票的相应看涨期权作为一种获利途径。他们知道最终股票将会被要求交割，但是他们已经获取了足够的利润，因此这一策略是可行的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例题：给定条件同上，再加入一些新的假设。期权所确定的股票交割价是每股 $35，但是你一年以前购买该股票时的成本仅为每股 $20。不管怎样,你的股票售价将比购买时高每股 $15。因此以 7 的价格（ $700）出售一份看涨期权简单地将你的利润提高至 $2200（股票升值利润 $1500 加上期权费 $700）。当股票价格升为每股 $60 时，你的股票被交割了。这时你意识到在一夜之间股价由每股 $35 变为每股 $60。因此请问自己一个问题：你是每股损失了 $25 呢，还是获利了 $22?

答案有赖于你的观点。从实际收支来看,你的收益是每股 $22，因为你所支付的买价比交割价每股低 $15，同时收取的期权价格为 7（ $700）。因此在整个交易结束时，你获利 $2200。但是，有一些人并不这样认为。他们认为如果没有出售该期权，利润可以增加 $2500（每股 $60 减去每股 $35），因此，事实上，这也是一种“损失”。正确的说法是，这仅仅是纸面上的损失，是由于未能预期到的事件的出现而产生的未实现利润。这也是当你出售看涨期权并收取期权费时所应承受的风险之一。

看跌期权

看跌期权是看涨期权的反向投资。该种合约赋予了在未来特定的到期日之前以固定的每股价格出售特定股票的 100 股份的权利。看跌期权的买方获取出售股票的权利而卖方将该种权利赋予他人。（请参见图 1. 2）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

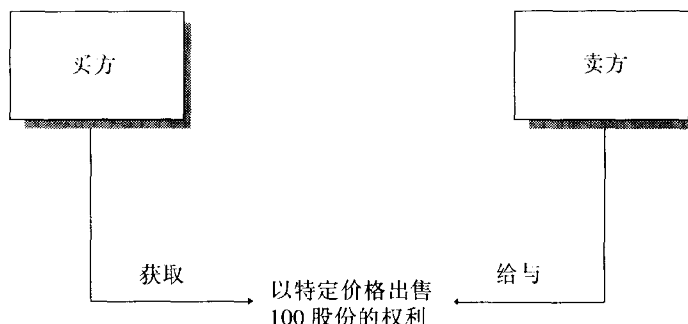


图 1.2　看跌期权

买入和卖出看跌期权

看跌期权的买方希望对应股票价格下跌。看跌期权与看涨期权相反，因此看跌期权的买方预期股票价格下跌而不是上涨。对应股票价格下跌会使得看跌期权价值上升；对应股票价格上涨会使得看跌期权价值下跌。买入看跌期权会出现三种可能的后果：

1. 如果对应股票的市场价格上涨，看跌期权的价格会因此下跌。在这种情况下，你可以以低于购买价的价格出售该期权并承担一定的损失；也可以持有该期权至到期，希望在到期日之前股票价格下跌。

例题： 两个月前，你购买了一份看跌期权，支付的期权费为2($200)。你预期对应股票的价格会下跌，然而，股票价格反而上涨，意味着该看跌期权的价格下跌，当前期权费仅为 $25。你有两种选择：售出该期权承担 $175 的亏损，或继续持有该期权，希望到期日前股票价格下跌。该期权到期未执行便失效。

该例题表明了你应如何评估风险。例如，当前看跌期权价格仅为 $25，几乎没有价值，所以当前考虑止损可能太晚了。可以考虑以该 $25 作为赌注，继续持有该期权。如果到期日前，该种股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价格确实下跌，你有可能收回初始投资甚至可能获利。

2. 如果对应股票的市场价格保持在购买看跌期权时的价位，该期权的价格也会随时间消逝而下跌，因为看跌期权与看涨期权相同，是一种消耗资产。期权的部分价值是与现在至到期日所余的时间相联系的。距到期日越近，期权价值越低。在这种情况下，你可以出售该看跌期权承受部分损失，也可以继续持有，希望在期权到期日之前股票的市场价格下跌。

例题：三个月前，你购买了一份看跌期权，支付的期权费为4（$400）。当时你预期对应股票的市场价格会下跌使得看跌期权升值。本月末期权到期。不幸的是，股票的市价没有什么变动，而该期权的价格已下跌至 $100。你的选择有：以 $100 的价格出售该期权并承担 $300 的损失，或者继续持有，寄望于到期日前股票价格下跌。

选择和评估经常归结为期权的有效时间的问题。拥有的时间越多，越容易作出选择。例如，如果距到期日尚有两个月，更可能会采取一种等等看的态度。如果期权下星期到期，扭转亏损局面的可能性就十分渺茫了。在这一点上，时间是一个约束因素，有时你不得不被迫作出决定。

3. 如果对应股票的市场价格下跌，看跌期权将会升值。这种情况下你有三种选择：第一，继续持有，希望股票价格进一步下跌而增大盈利；第二，出售期权当时获利；第三，履行期权，以高于当前市场价格的固定交割价格出售 100 股份。选择必须在到期日之前确定。

例题：上个月，你购买了一份看跌期权，支付期权费 $50。现在，对应股票的市场价格已经比期权所确定的交割价格下跌了每股 $7，因此现在该期权的价格为 $750。你可以有三种选择。第一，出售该期权，投资 $50，获利 $700；第二，继续持有期权，希望股价进一步下跌，意味着看跌期权获利增加（面临着股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价上升而使看跌期权获利减少的风险）。第三，履行该期权，以每股高于当前市场价格 $7 的价格出售 100 股份。

例题：你去年以每股 $38 的价格购买了某种股票的 100 股份并持有至今。你担心市场会下跌，同时，你也希望继续持有该股票进行长期投资。为保护自己免受市场下跌的影响，你近期购买了一份看跌期权，支付的期权费为 0.5（$50）。该合约保证你有权以每股 $40 的价格出售该 100 股份。最近，该股票的市价确实跌至每股 $33。但是该看跌期权的价格也升至 $750，抵消了你在股市中的亏损。

你可以有如下选择：第一，出售该期权实现利润 $700，以抵消股票投资的亏损。这种选择具有一定吸引力，因为你现在就可以获利，同时继续持有该股票。如果股票价格反弹，你可以二次获利。

第二种选择，履行该期权，以每股 $40 的价格出售该 100 股份，该售价比当前市场价格每股高 $7（但是仅比你的初始买价每股高 $2)。如果你认为开始购买该股票是一个错误，应选择此种策略，通过卖出该股票，尽管其价格大幅下降，你已收回了全额投资。

第三种选择，继续持有。当前不采取任何措施，并没有实际风险，因为该期权已保证了股票价格的进一步下跌不会使你产生损失。对应股票价格的下跌会引起期权价格的相应上涨。股票价格上涨将会引起期权价格的相应程度的下跌。只要在到期日之前，履行或出售了该看跌期权，当前不采取任何措施对你并没有风险。

当一些投资者由于预期股票价格下跌或为保护其股票投资而购买看跌期权时，另一些投资者出售看跌期权。看跌期权的卖方赋予他人以固定价格出售特定股票的 100 股份的权利。如果合约被要求履行，期权卖方将被要求以高于当前市场价格的价位购买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该 100 股份。为承受该种风险，卖方收取一定的期权费。正像看涨期权卖方一样，看跌期权的卖方对其投资结果的控制权低于期权买方，由于最终是由买方确定是否履约。

例题：上个月，你出售了一份交割价为 50（每股 $50）的看跌期权，出售时收取期权费 2.5（$250）。自那时起，对应股票的价格保持在每股 $48 至每股 $53 的区间内窄幅震荡。当前，股价为每股 $51。你预期该股票的市价不会跌落于每股 $50 的交割价以下。只要该股票的市价保持在该水平或以上，该期权就不会被履行（买方将不会要求履约，意味着你不须以每股 $50 的价格购买该种股票的 100 股份）。如果你的预期正确，股价没有跌至每股 $ 50 之下，你出售该看跌期权就可以获利。

你所面临的风险在于该种股票的价格可能在到期日之前跌至每股 $50 以下，这意味着你将会被要求以每股 $50 的价格购买该股票的 100 股份。为避免该种风险，你可以随时按照当前市场价格购回该种看跌期权以平仓。越临近到期日（只要对应股票的市场价格高于期权的交割价），该看跌期权的市场价格越低。

出售看跌期权的风险低于出售看涨期权的风险。如果你认为对于对应股票来说，每股 $50 的价格是合理的，该种策略就是有意义的。在“最坏情况”下，你将被要求购买该股票，而你所购买的对应股票的实际价格低于交割价（每股 $50），因为你出售该期权时已经收取了期权费。

例题：你出售了一份交割价格为 50，期权费为 2.5（$250）的看跌期权。临近到期日，对应股票的市场价格仅为每股 $44，该期权的价格为 6（$600）。买方有权执行该期权，要求你以每股 $50 的价格——比当前的市场价格每股高 $6——购买 100 股份。你有两种选择：第一，任由买方执行该期权，因为你认为每股 $50 是合理并公正的价格（另外，你的实际成本只是每股 $47.5，因为你已收取了 $250 的期权费）。第二，支付 $600 买入该种看跌期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以平仓，承担 $350 的亏损。

出售看跌期权与购买看跌期权有很大差别。一种观点认为，前者的风险更大，因为该期权可能被执行，卖方将被要求购买 100 股份。与此相应，应给自己设定一个合理的标准：决不出售看跌期权，除非你愿意以协定的交割价格购买对应股票的 100 股份。出售看跌期权的一个优势，与出售看涨期权相同，就是时间的消逝是一个有利因素。随着到期日的临近，看跌期权日益失去其价值。但是，如果对应股票的价格走势与你的预期相反，你可能会承受损失，或者需要以高于当前市价的价位购买对应股票。股票价格的突然变动随时都可能发生，该种特定的股票价格突然变动的可能性越高，对应期权卖方面临的风险就越大。观察期权的定价时你可能也已注意到了，股票的价格变动可能性越大，相应期权的期权费就越高。

看跌期权卖方的风险限于对应股票的交割价格。相比之下，看涨期权卖方的风险是无限的，因为至少从理论上说，股价是可以无限上涨的。由于一种股票价格不可能小于 0，看跌期权卖方可以确定理论上的最坏情况——即交割价格。但是事实上，股票的账面价值是实际的最坏情况。因为股票的账面价值表示了该公司的实际的真实价值：资产减去负债。看跌期权的最大损失取决于股票的账面价值。

例题：一种股票的当前市场价格是每股 $53，账面价值是每股 $35。你正在考虑出售一份交割价格为每股 $50 的看跌期权，打算分析你的最大风险。最初，你可能会认为，假如该股票的价格直线下跌跌至 0，你所面临的最大风险是 $5000（如果该股票完全丧失价值，而你被要求以每股 $50 的价格购买 100 股毫无价值的股票）。然而，现实中，你实际面临的最大风险仅是 $1500，股票交割价格和账面价值之间的差额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买和出售看跌期权的投资标准

每位投资者都需要确定一种特定的投资工具或策略是否适合于他或她。这种决定并不容易，而且不能根据公式求出。例如，在一种情况下合适的投资工具或策略，在另一种情况下可能完全派不上用途。

例题：你持有 100 股份的某种股票，该股票的价值随着时间而稳步缓慢增长，并且按时持续支付股息。你同时持有的另一种股票的价格在较大幅度内大幅震荡，其价格走势无法预测。给定这两种股票，对第二种股票出售看跌期权以防止亏损可能较为合适。由于第一种股票较为稳定，对其出售看跌期权可能就没有意义。

考虑购买或出售看跌期权应遵循以下原则，但是请记住，具体情况具体分析，这些原则应该是随之而调整的。

1. 用可以支配的资金购买看跌期权。在没有能力承担亏损时，千万不要购买看跌期权。

2. 理解所涉及的风险之后再购买看跌期权，在到期日之前需要有足够的时间，对应股票的市场价格才有可能下跌。

3. 只有在愿意以约定的交割价格购买对应股票的 100 股份时，才出售看跌期权。

4. 在有时间关注市场时进行看跌期权交易，你才能对股票市场价格的变动及时作出反应。

5. 事前计划。在进行交易前，计划好当临近到期日时，对应股票的价格上涨、下跌或保持在窄幅震荡时，你将分别采取何种措施。只有事先计划好，才能保证你的策略有效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对应股票

股票期权的价格的变动与对应股票的市场价格的变动有着直接的联系。每一份期权合约都是与一个特定公司的股票息息相关的,作为期权投资者,你能否获利也取决于对应股票在不远的将来的表现。

这一点对于期权投资者至关重要。期权的选择并不能是完全独立的。不管你将期权投资仅仅作为一种投机行为或是将它与实际买入和卖出股票联系起来，你一定要在充分考虑的基础上作出判断和选择——包括选择期权和对应股票。股票的选择标准是股票市场投资的中心课题，在期权市场投资时，不能过分强调对于股票的认真、透彻、持续的分析。但是，只有当你在最初时已经认识到对应股票的特性——财务实力、价格稳定性，甚至该公司的管理能力——你才能够在期权投资中获得成功。这种基础分析对于股票买方非常重要，对于期权交易者也是如此。

选择股票本身是每位投资者都应自主考虑,并且涉及到许多不定因素和主观判断的复杂课题。当涉及到期权时，这一分析变得更加复杂，甚至将分析仅仅局限于价格变动也并不简单。如表 1.1 所示，根据你是一位期权买方或是卖方，你所交易的是看涨期权或是看跌期权，对应股票的同样的价格变动对你来说就可能是有利因素，也可能是不利因素。

表 1.1　对应股票的价格变动

	价格上涨	价格下跌
看涨期权买方	有利	不利
看涨期权卖方	不利	有利
看跌期权买方	不利	有利
看跌期权卖方	有利	不利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例题：两个月前，你购买了一份看涨期权，支付期权费3（$300）。交割价为40（每股$40）。当时，对应股票的价格为每股$40。在这种情况下——期权的交割价等于对应股票的当前价格——该期权称为平价期权。如果对应股票的市场价格上涨，其每股价格高于期权的交割价，该期权称为价内期权。如果对应股票的市场价格下跌，其每股价格低于期权的交割价，该期权就称为价外期权。

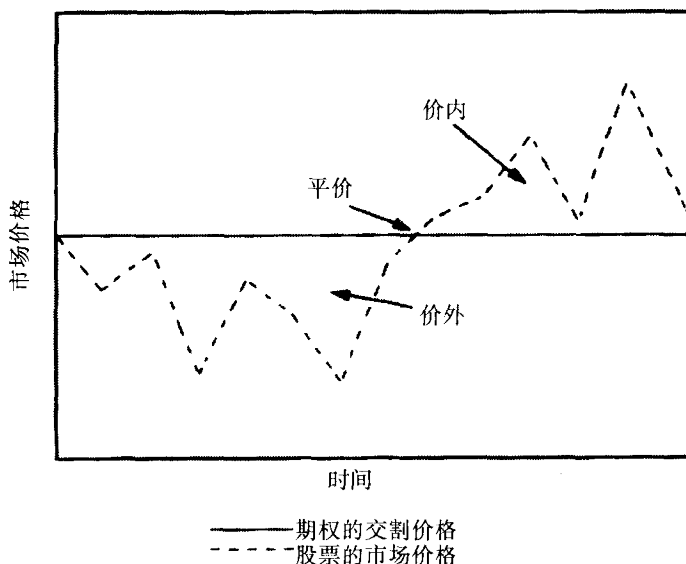


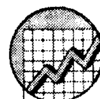
图 1.3　对应股票的市场价格

图1.3表明了价内、平价、价外期权的对应股票价格与看涨期权的交割价的对照关系。看跌期权的情况相反。当对应股票市场价格低于看跌期权的交割价时，该期权为价内；当对应股票的市场价格高于看跌期权的交割价时，该期权为价外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



平价期权——对应股票的市场价格等于交割价格的期权。



价内期权——对应股票的市场价格高于交割价格的看涨期权，或是对应股票的市场价格低于交割价格的看跌期权。



价外期权——对应股票的市场价格低于交割价格的看涨期权，或是对应股票的市场价格高于交割价格的看跌期权。

价内期权的价格与对应股票价格变化几乎呈一一对应关系，股票价格每变化 1 元，价内期权的价格也变化 1 元。然而，价外期权的价格变动与对应股票市场价格变动的关系就不那么直接。

例题：上个月，你购买了一份交割价为 30（每股 $30）的看跌期权，期权费为 2（$200）。当时，对应股票的市场价格为每股 $34，因此该期权价外每股 $4。（记住，看跌期权的对应股票价格高于交割价时，为价外期权，看涨期权与此相反。）以后，股票价格跌至每股 $31，下跌了 3 个基点。但是，你所持有的期权价格仅上涨了 1.5 基点。由于期权处于价外，其价格随对应股价的变化关系就不如价内期权直接。

现在，对应股票的市价持续下跌，低于期权的交割价每股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$30，该期权也成为价内期权。此时，期权价格就与对应股票的价格呈现一一对应的关系，股价每下跌 1 元，期权价格将上涨 1 元。

例题：你购买了一份交割价为 45（每股 $45）的看涨期权，支付期权费 3（$300）。购买期权时，对应股票的市场价格是每股 $44。大约两周后，该股票价格涨至每股 $45，期权成为平价。然而，你发现该期权的价格并未发生变化。第二天，股票价格上涨了 0.5 基点，期权价格也上涨了 0.5（$50）。下一周，对应股票的价格上升了 7 点，期权价格也上涨了 7 点，当前的期权费为 $1050(初始费用 $300 加上 7.5 个基点的变动值 $750 等于 $1050）。如果你在该价位出售该期权，可获利 $750。请注意，价内期权的价格变动与对应股票的价格变动直接相关，但是价外期权的价格变动与对应股票的价格变动并非完全直接相关。

价内期权的价格变动不可避免地与对应股票的价格变动直接相关，但是其市场“价格”仍与另两个因素有关。一个是变动率——期权和对应股票的价格的变动程度，另一个是到期日前的时间。另外，价格的变动通常也受交易量变化的影响，交易量指在任何给定时间，某种股票、期权或市场整体的交易数量。对应股票的交易量对以该股票为基础的期权的价格也有一定影响。



变动率——衡量股票市场价格变动程度的指标，以百分数表示，衡量时间通常为 1 年。(计算方法，以 12 个月中的最高价格减去最低价格，除以最低价格。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交易量——指某种股票、期权或市场整体的交易数量。

如何选择股票

选择股票比选择期权涉及面更广，更为复杂。期权的选择与险评估、当前价格和投资者本身对风险的承受能力有关。对于股票，准确地确定其未来走势没有方法可循。

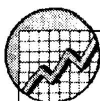
期权投资能否成功，股票的选择是关键。不能仅着眼于当前价格而不考虑股票的前景。由于期权定价受到对应股票的一系列因素的影响，包括股票价格及走势、时间、变动率、交易量和该公司的实力、产品、市场、竞争力和许多其他要素，需要先为评估股票本身而制定一定的策略。

一些投资者严格按照基础分析选择股票。该分析包括比较该公司的财务实力、分红派息、管理水平、行业地位、负债和资本融资、产品或服务和其他许多方面的真实信息。另一些投资者侧重于技术分析，研究股票的价格走势。每位投资者都可以运用基础分析和技术分析方法进行分析。



基础分析——研究公司的财务信息和管理水平、竞争力等特点，以此作为选择股票的基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



技术分析——研究股票价格运动的趋势和形式，包括每股价格、价格走势图、价格高低区间和一段时间内的价格走势等。

许多投资者根据一些机构提供的有偿服务分析股票。一种广泛用于研究和比较股票的行业标准是价值线，该种服务持续分析重要股票在基础面和技术面的变化，并根据比较排序向投资者推荐。该公司也为期权投资者提供类似服务。你还可以获取多种其他有偿服务及新闻简报、金融报纸、经纪公司发行的报告等。有兴趣进行研究的投资者可以获得许多信息。

投资者不应在进行深入调查之前就投资于某种股票或股票期权，不仅应调查股票或期权本身，还应研究用于分析该种股票或期权的各种方法。你不应仅仅依赖于经纪人、朋友或他人的建议而确定进行何种投资或采取何种策略，你需要独立研究并制定独立选择的方法。

为什么不能依赖业内专家的建议呢？答案很简单：该行业的经纪人靠交易佣金挣钱，通常在某天他们会被指示推荐某种股票——不完全是由于投资机会，更多由于该公司是该种股票的交易商。哥伦比亚大学 1996 年进行的一项研究肯定地说，经纪人的建议对于投资者并不总是最优方案。该大学的商学院分析了经纪公司所作的 8000 多个股票评估案例，研究结论是经纪人经常承受一定的压力，被要求为客户提供对其经纪公司的客户公司所出售的股票过于乐观的评估报告。当时该事实已广为人知，而哥伦比亚大学第一个通过广泛的分析证明了该事实的存在。

因此对于每位投资者所面临的问题——如何选择股票——答案是：阅读和调研。请教经纪人对特定股票的评价，而不是请他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们告诉你该购买哪种股票。阅读行业报告，研究价值线和其他提供的服务，阅读金融新闻报道。熟悉基础分析和技术分析两大类中的各种分析方法，学习如何在持续分析市场的基础上选择股票。

内在价值和时间价值

一旦你掌握了选择股票的方法，你就可以自信地进入期权投资市场了。为理解市场，我们假定涉及的分析仅用于列名期权市场，或在股票交易所中公开交易的期权。期权也可以私下报价或交易，但那不属于本书的研究范围。理解列名期权及其定价结构的最好方法是将其价值划分为两部分。一部分是内在价值，即期权费中相应于价内程度的部分。剩下的价值称为时间价值，其随着期权的有效期的减短而持续衰减。在有效期尚有多月时，时间价值可能是期权总价值中的显著部分，随着到期日的临近，时间价值逐渐衰减至没有。另外，期权价外或价内越多，时间价值越小。内在价值和时间价值的相对水平由期权交割价和股票的当前市场价格决定，并受距期权到期日所余的时间长短调节。



列名期权——在公开交易所交易并在金融报刊中公开列名的期权。



内在价值——期权的当前市场价格中等于价内基点的部分（“基点”等于每股价格数，35 点等于每股 $35）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时间价值——期权的当前市场价格中高于内在价值的部分。

例题：一份看涨期权的当前期权费是3（$300），交割价格是45（每股 $45）。当你购买该看涨期权时，对应股票的市场价格是每股 $45。由于该期权是平价期权，没有内在价值，全部的期权费代表时间价值。时间价值逐渐下降，到期时，期权就不再有时间价值。如果到期前，对应股票的市场价格保持于或低于交割价，该期权就没有内在价值。如果股票的市场价格上升高于交割价，股价每上升1美元，该期权的内在价值就增加1个基点。如果某一时刻，对应股票价格为每股 $46，该交割价为每股 $45 的期权的内在价值将为1个基点；期权费的其他部分将是时间价值。

表 1.2 一份期权的时间价值的衰减

		期权价格（交割价每股 $ 45）		
月份	股票市价	价格总额	内在价值	时间价值
1	$ 45	$ 3	$ 0	$ 3
2	47	5	2	3
3	46	4	1	3
4	46	3	1	2
5	47	4	2	2
6	44	2	0	2
7	46	2	1	1
8	45	1	0	1
9	46	1	1	0

1. 内在价值反映了对应股票的当前市场价格和期权的交割价之间的价格差。
2. 时间价值在期权有效期最长时最大，随着到期日的临近而逐渐衰减。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1.2 比较了期权的期权费与对应股票的价格，说明了期权的内在价值与对应股票的市场价格之间的直接联系，也说明了时间价值随到期日的临近而衰减的特性。图 1.4 反映了对应股票的价格变动（上图）与期权的内在价值变动（下图）的关系。期权处于价内时，对应股票价格曲线形状与期权内在价值的变动（图中较深部分）相同。请注意时间价值是如何独立变动并随着到期日临近而衰减的。平价期权或价外期权不具有内在价值。价内期权的内在价值与对应股票的市价高于期权交割价的点数完全相符。

假设有两份条款相同的期权，对应的两种股票价格相同，但是受到其他因素的影响，期权费总额可能会差别很大。其他因素包括其他投资者对该两种股票价格的看法、股票的历史价格、公司的基础面和技术面指标、公司所处的行业和其他很多方面的影响。例如，两个公司的股票当前均存在选择权，交割价格均为 55，两种股票的当前市价均为每股 $58，到期日相同，但是，一份期权费为 5 而另一份为 7。

时间价值总是一个变量，而市场因素通常作用于时间价值。另外，时间价值并不总是以相同的方式变化。时间价值的变动形式和趋势可以预测，但是外在变量对于不同的市场情况下的不同股票的时间价值的影响方式不同。例如，市场传言一个公司将可能被兼并，不管该新闻是真是假，都将影响其股票的市场价格、交易量和相关期权的时间价值。该股票的交易量可能大幅度扩大，价格变动率高于历史记录。根据分析，该股票价格变动的潜力高于正常情况，将引起投资者对该股票更大的兴趣——对所有相关的期权也是如此。期权购买者认为股票价格的变动潜力提高（对于看涨期权而言，股票价格上涨潜力增大；对于看跌期权而言，股票价格下跌潜力增大），将会愿意支付更高的期权费，表现为更高的时间价值。当认为股价缺乏活力时，投资者兴趣减少使得相关期权的时间价值下跌。同样，由于对特定股票走势的不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

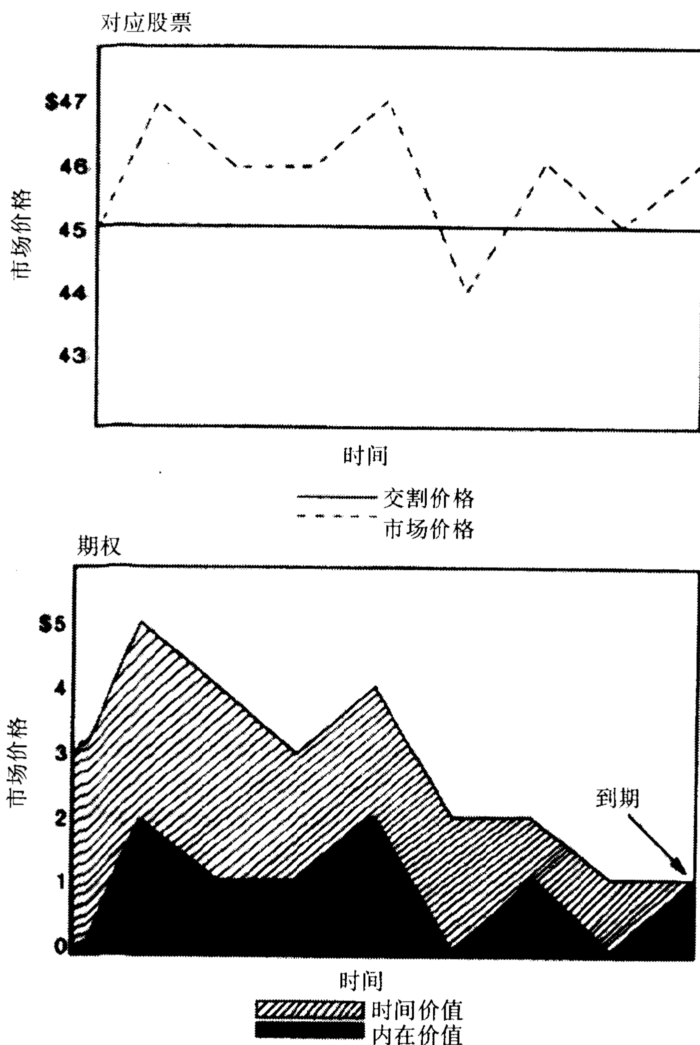


图 1.4　对应股票和期权的时间价值和内在价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确定性，期权卖方的风险较大，也会要求收取较高的时间价值以补偿较高的风险。

不管对于期权买方或是卖方或者双方而言，对期权的时间价值作出正确的判断都是进行成功的期权投资的一个重要途径。具有较强的观察力需要经验和实践。例如，假设当前一份距到期还有好几个月的期权的时间价值相当低廉，而其已接近价内。作为买方，你可以认为该期权的价格几乎完全是内在价值。或者假设一份交割价格接近于对应股票的当前市价的期权的时间价格相当高昂，而其已接近到期日。按照你对该期权的时间价值在不远的将来的走势判断，这将是你卖出该期权并获利的好机会。你知道临近到期日时，期权的时间价值将迅速消逝。这种机会极为稀少，当然有时也会因为外在因素的影响而出现，比如市场传言。

你可以通过比较对应股票的当前市价和期权的价格，而轻松地确定任何期权的时间价值。例如，一种股票的当前价位是每股 \$47，对应看涨期权确定的交割价为 45，期权费为 3，那么，该期权的期权费是如何划分为内在价值和时间价值的呢?

股票价格	
当前市场价格	\$47
－交割价格	－ 45
内在价值	\$2
期权费	
期权费	\$3
－ 内在价值	－ 2
时间价值	\$ 1

下一章，我们将更深入地介绍期权的几个重要特征——交割价格、到期日和执行，将特别侧重于介绍这些特征对期权投资者个人投资策略的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

期权合约的开立、轧平与跟踪

每份期权合约都具有四个主要特征：交割价格、到期月份、期权类型（看涨或看跌）、对应证券，统称为期权条款，也称为标准条款。



期权条款——用于描述期权合约的特征，包括交割价格、到期月份、期权类型（看涨或看跌）和对应证券。



标准条款——同期权条款。

这四个重要信息用于指明所描述的期权及其与其他期权的区别。每位期权的买方或卖方都需要这四方面的信息以评估期权的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险和潜在收益。当然，由于每个人的意见不同，你认为的优势可能别人认为是劣势。这也正是期权投资的特性：你可以按照自己的优劣势分析，选择建立长或短头寸。

1. 交割价格。交割价格是期权执行时的固定价格，是期权履约时对应证券的交易价格。交割价通常是5的整数倍（一些股价较低的股票除外，其每股价格是2.5的倍数。股价较高的股票的价格是10的整数倍。)不管对应股票的市场价格发生何种变动，交割价格都将是履约时购买或出售100股份的不可变更的价格。

对于期权买方而言，交割价格确定了履约时购买100股份的价格（看涨期权）或出售100股份的价格（看跌期权）。交割价格对于期权卖方的意义相反，是当期权买方履约并要求卖方执行交易时，出售100股份的价格（看涨期权）或购买100股份的价格（看跌期权）。

2. 到期月份。一份期权的有效期通常是几个月。一份期权最终将会被撤销、执行（履约）或失效，但不会永远有效。期权并不具有实际价值，而潜在的期权合约数量可以是无限的，仅仅受到市场需求的制约。这些因素加大了风险，因为期权买方并不一定总能在到期前获利，对对应股票（和期权）的需求将反映在价格上。同时由于时间价值随到期日的临近而衰减，特别是在临近到期日的最后几星期中价值迅速下跌，该因素有利于期权卖方。因此，当期权买方由于期权费下跌而亏损时，期权卖方正由此而获利。时间是期权买方最大的敌人，而正是卖方最大的优势。

3. 期权类型。准确地区分看涨期权和看跌期权对于期权市场的成功投资具有重大意义，但是，许多初级投资者经常容易混淆。由于看涨期权与看跌期权的操作相反，投资时不能采用相同的策略。看涨期权赋予买方购买100股份的权利，看跌期权赋予买方出售100股份的权利。当你认为对应股票价格将上升时，应购买看涨期权（或售出看跌期权）。当你认为对应股票价格将下

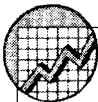
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌时，应购买看跌期权（或售出看涨期权）。不过，这仅是最简单的策略，在以后的章节中，我们将看到投资于看涨或看跌期权的多种原因和多种策略，包括在一项策略中同时采用看涨和看跌期权。

4. 对应股票。每份股票期权合约中均确定一种特定公司的普通股份。列名期权仅涉及在一定的交易所交易（一些期权在多家交易所交易）的有限数量的股票。只有确定了特定的对应股票，期权才得以存在，因为该对应股票的价格决定了市场中的期权价格。所有以一种特定股票为基础进行交易的期权称为相同类别的期权。因此，对于一种单一股票可能设定了一系列具有不同到期月份和到期价格的看涨或看跌期权，都属于同一类别。相比之下，所有具有相同条款的期权——同一的交割价格、到期月份、类型（看涨或看跌）和对应股票——称为相同系列的期权。



类别——所有以一种对应证券为交割对象的期权，交割价格和到期月份可以不同。



系列——条款相同的一组期权。

关于到期月份周期

以某种对应股票为交割对象的期权的到期月份，都存在着一种规律性的周期。与列名期权相关的股票，可以根据期权的到期月份周期作进一步划分。这些周期为：

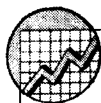
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

√ 1 月、4 月、7 月、10 月
√ 2 月、5 月、8 月、11 月
√ 3 月、6 月、9 月、12 月

在这些固定的到期周期之外，你也可以随时获得在下月或第二月到期的有效期权，而不管该股票期权运作的周期。例如，对于属于 4 月到期周期中的期权，也可以获得短期合约，因此，2 月份，你可以交易于 3 月、4 月、7 月和 10 月到期的期权。

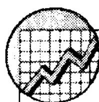
一份期权的到期日为到期月份的第三个星期六。要求轧平头寸或执行的指令须在该期权最后交易日的指定截止时间之前执行。一般而言，这指的是最后交易日的营业终止时间之前。但是，并非所有的经纪公司都适用该规则，所以投资者应确保知道其经纪公司关于到期截止时间的规定。请注意，有些经纪公司对到期时的所有价内期权执行自动交割，所以每位期权投资者应明确规则并清楚地了解当期权到期时将发生（或没有特定的指令不会发生）何种操作。

例题： 你购买了一份 6 月到期的看涨期权，其到期日是该月份的第三个星期六。你必须在它之前的星期五，即到期前的最后交易日的截止时间之前发出售出指令，否则，该期权将过期失效，没有任何收益。



周期——特定股票的相应期权到期月份的类型(三种周期，四个月为期，以月份缩写表示。分别是:1. 1 月、4 月、7 月和 10 月，或简写为 JAJO;2. 2 月、5 月、8 月和 11 月，或简写为 FMAN;3. 3 月、6 月、9 月和 12 月，或简写为 MJSD)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



最后交易日——一份期权到期月份的第三个星期五。



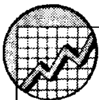
到期截止时间——发送撤销或执行期权指令的最后期限，由于执行指令的经纪公司的规定不同或期权本身的差异而可能有所不同。



开立头寸——执行一笔买入交易（长头寸）或卖出交易（短头寸），在未撤销、履约或过期之前的状态。



开立买入交易头寸——一笔初始买入交易，也称为“做多”。

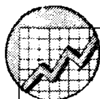


开立卖出交易头寸——一笔初始卖出交易，也称为“做空”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



轧平卖出交易头寸——一笔轧平多头头寸的交易，出售一笔先前买入的期权合约以平仓。



轧平买入交易头寸——一笔轧平空头头寸的交易，买入一笔先前卖出的期权合约以平仓。

开立和轧平期权交易

你所交易的每份期权均应指明四个要素：交割价格、到期月份、看涨或是看跌、对应股票。其中的任一条款改变，都将代表一种完全不同的期权。

进行交易时，条款描述必须全面。本章稍后将会讲到一种便于经纪人和客户进行交流的方式，通过简明代码进行交易。现在，重要的是了解开立期权头寸的两种方式：买入和卖出期权合约。轧平期权头寸有三种方式：撤销（出售一笔先前“买入”的期权或者买入一笔先前“卖出”的期权）、履约（执行）或过期。

当你买入一份期权并持有，或者售出一份期权为他人所持有时，就称为开立头寸。通过买入期权开立头寸称为开立买入交易头寸，通过出售期权开立头寸称为开立卖出交易头寸。

例题：两个月前，你购买了一份看涨期权，开立了买入交易头寸。如果你不采取其他行为，将持续保持该状态。该头寸在你输入一笔卖出交易时、履约时或过期时被轧平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例题：上个月，你售出了一份看涨期权，处于空头地位。只要不采取进一步行为，你就面临被履约的风险。该期权的买方在到期前可以随时要求履约。你有如下选择：继续持有至到期，期待期权保持价外（很有可能被履约，要求你以交割价格出售对应的100股份）。或者选择执行一笔交易以轧平卖出交易头寸，在到期日前平掉该期权合约。

确定轧平期权头寸的可能结果

开立的期权头寸可通过反向的轧平交易、履约或到期平仓而撤销。每种后果都会以不同的方式影响期权的买方和卖方。

对买方的影响

1. 如果你通过反向的卖出交易轧平所开立的长头寸，将收取期权费。如果售价高于初始购买价格，你将获利；如果售价低于初始买价，将承受亏损。

2. 如果执行该期权，你将以交割价格接受（对于看涨期权）或出售（对于看跌期权）对应股票的100股份。只有当你认为以对应股票的交割价格执行可以获利时，你才会执行该期权。这也就意味着对应股票的市场价格将高于（对于看涨期权）或低于（对于看跌期权）交割价格。

3. 如果在期权到期前不采取任何行动，即允许其到期，你将损失初始购买时支付的全额期权费，这将是完全的亏损。

对卖方的影响

1. 如果你通过反向的买入交易轧平所开立的短头寸，将需要在交易的第二个营业日支付期权费。如果价格低于初始卖出交易所收取的价格，你将获利。如果价格较高，你将承受亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 如果买方执行该期权，你将被要求以交割价格售出（对于看涨期权）或买入（对于看跌期权）对应股票的 100 股份。

3. 如果期权到期失效，你将获利。你所开立的头寸由于到期而撤销，你将保留出售期权的初始期权费，这将是完全的盈利。

图 2.1 概述了这些结果。请注意每份期权头寸的撤销对买方和卖方的影响是反向的。买方盈利时卖方亏损。买方可以选择交割，而卖方除了接受买方的决定之外别无选择。期权无效到期时，买方彻底亏损而卖方完全获利。

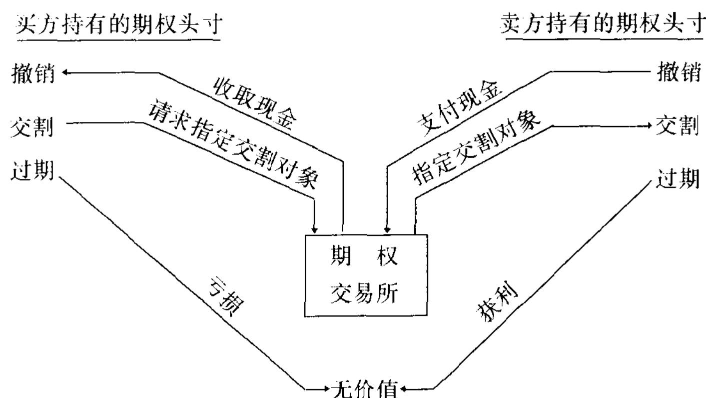


图 2.1 轧平头寸的几种结果

执行期权

期权在其所列名的交易所中进行交易。当前由几家不同的交易所处理期权的交易，而目前期权交易发展的趋势是在全国进行自动交易。期权清算公司（OCC）是对在美国进行交易的所有股票期权提供清算的注册清算机构。期权清算公司为所有列名期权合约提供广泛的有序清算服务。当期权投资者通知经纪人执行期

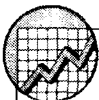
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权交易时，期权清算公司确保期权合约得以依据条款执行。在这种情况下，买方和卖方不需要互相依赖，交易由期权清算公司促成交割，依赖于其会员经纪公司进行指定。由于买卖双方所开立的头寸没有特定直接的匹配关系，就会出现以下问题：卖方如何知道其出售的期权是否交割？不知道。这是一种风险，但不一定会发生。当期权合约买方要求提前交割时，履约指令可以指定给持有该期权空头的任一位卖方。该指定采取随机选取或先进先出的方式（最早出售合约者最早交割）。一份期权执行时，必须交割 100 股份。交割是指股票所有权由卖方转移至买方，买方支付款项并取得股权，卖方收取款项并转移股权。

当买方决定进行期权交割时，将买入或卖出 100 股份。当你所售出的一份看涨期权被履行时，意味着 100 股份从你手中转移给买方；当你所售出的一份看跌期权被履行时，意味着你将买入 100 股份。期权交割时买入和卖出股票的过程称为转换。由于期权买方和卖方的数量极少能够匹配，所以指定期权卖方时才能够进行交割。当看涨期权交割时，对应股票被买离。

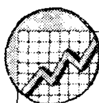


指定——根据期权清算公司和经纪人公司制定的有序选择程序或在随机的基础上，安排一位期权卖方执行交割的行为。

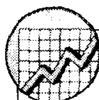


交割——股票所有权由一个持有人转至另一个持有人（在股票交割中，卖方收取价款后将股份过户至新持有人名下）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



转换——期权被执行时，指定股票从看涨期权卖方过户或过户至看跌期权卖方的过程。



买离——由于期权交割而产生的股票过户（看涨期权执行时，期权卖方的100股份对应股票被以交割价格买走）。

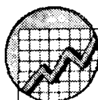
交割是否总是不利于期权的卖方呢？乍一看，似乎只有股票的市场价格相对于期权的交割价格较为不利的时候，交割才最有可能发生。然而，该问题的答案实际取决于卖方通过卖出期权持有短头寸的初始意图。大多数期权卖方为避免交割，通常都会在期权处于价内时轧平头寸，或者出售时选择最有可能无效过期的期权。卖方必须意识到任何期权都存在交割的风险，必须作好准备。虽然实际的风险仅存在于价内期权，但交割随时都可能发生。通常假设大多数交割发生于临近到期或到期日，但是，请记住，买方有权选择在任何时间进行交割（提前交割）。

交割并不总是由买方行为引起的。自动交割可能由期权清算公司的行为引起。请记住，期权清算公司通过交易所担任每位卖方的买方，每位买方的卖方。在任何可能情况下，期权清算公司都会将买方要求的交割与卖方所开立的头寸进行匹配。但是，如果到期时，仍存在未匹配的卖方，价内期权将自动交割。

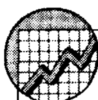
决定是否进行交割取决于当前的市场价格。对价外期权执行交割没有意义，因此对交易的另一方也不存在危险。但是，一旦该期权成为价内，卖方必须决定是承担交割的风险还是进行反向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易以轧平该头寸。



提前交割——在期权到期日之前进行交割的行为。



自动交割——到期时，尚未被执行和平仓的价内期权由期权清算公司对其采取的自动交割的行为。

例题：两个月前，你以每股 $57 的价格购买了某股票的 100 股份，支付了 $5700 及佣金。上个月，该种股票的市场价格是每股 $62。当时，你决定出售一份看涨期权合约，交割价为 60（每股 $60）。作为期权卖方，你收取的期权费为 7（$700）。你希望处于空头地位，其原因是：如果该看涨期权被执行，不计佣金，你的总利润将是 $1000，包括每股 3 个基点（市场价格 $60 减去初始成本 $57）的盈利加上收取的期权费 $700：

交割价格	$60
减去：每股成本	-57
股票利润	$3
加上：期权费	7
每股总利润	$10

该例题说明投资者有可能自愿出售一份价内期权并执行交割。交割时可以从期权费和股票利得两方面同时获利。同时，也确保了既得利益，因为你出售期权时获得款项。在上例中，期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费是 $700，你可以将其看作是初始股票投资 $5700 的折扣，或调整后仅投资 5000。因此，即使股票价格下跌 7 个基点，你的投资仍然不会受到影响。

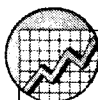
例题：你近期售出一笔看跌期权，收取期权费 3（$300）。交割价格是 35。交易时对应股票的价格是每股 $33，目前价格仍然保持在相同的水平。尽管该看跌期权处于价内 2 个基点，你仍然没有亏损。如果该期权被执行，你将被要求以每股 $35 的价格购买 100 股份，高于当前市场价格 2 个基点。然而，请记住三点：第一，你收取了期权费 $300，因此交割时，你的实际成本仍然较当前市场价格低 1 个基点。第二，出售看跌期权时，你应将交割价格订在购买该种股票的合理水平，本例中，你应该不介意以每股 $35的价格购入 100 股份。第三，如果股票价格上升高于交割价格并持续至到期，该期权将不会被要求执行。

例题：几年前你以每股 $48 的价格购买了某种股票的 100股份并持有至今，该股票的当前市场价格是每股 $59。你想对该种股票出售一份看涨期权。现在你的盈利是每股 $11，你愿意承担放弃部分盈利的风险，出售看涨期权以获取较高的期权费。你决定出售一份交割价格为 55，即价内 4 个基点的看涨期权，收取期权费 6（$600）。交割时，你的收益不仅包括股票利得 $700，还包括期权费 $600，总盈利为 $1300。你所收取的期权费包括 4 个基点的内在价值（交割价格减去当前市场价格）和 2 个基点的时间价值。作为期权卖方，时间有利于你，因此，除非期权被执行，到期时，期权费中的时间价值将变为 0。

决定采取何种行为或是继续等待，通常是由期权费中的时间价值确定的。通常来说，距到期日越远，时间价值越高；交割价格和市场价格之间的差额越小，时间价值对于买方和卖方越重要。对于期权买方而言，时间价值是不利因素，因此时间价值越高，风险越大。对于卖方而言则相反。买方所支付的期权费往往

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大于内在价值——股票的当前市场价格和期权的交割价格之间的差额，其高出部分即是时间价值，而时间价值在到期日衰减为0。对于期权卖方而言，时间价值代表了潜在利润，出售期权时的时间价值越高，获利的可能性就越大。



当前市场价格——任何给定时间的市场价格。

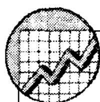
例题：你决定购买一份交割价格为30的看涨期权。对应股票的当前市场价格是每股$32，期权费是5（$500）。该期权费包括2个基点的内在价值（股票的当前市价和期权的交割价格之间的差额），和3个基点的时间价值。如果对应股票的市场价格到期前没有上涨，时间价值将会消失。该股票的市场价格必须上升3个基点才能达到盈亏临界点，超过才能获利。

以上阐述了期权买方应该作的风险评估。本例中，时间价值代表了期权费的3/5。如果临近到期日，股价必须在短期内快速上涨，才能获利。

例题：考虑从卖方的角度分析上例。你出售而非买入期权，这意味着你将收取而非支付$500。其中，$300是时间价值——对你而言是利润而非问题。期权越早到期越有利。只要从现在至到期之前，对应股票的市场价格上涨不超过3个基点，该笔交易将会获利。你所收取的期权费将足以抵消对应股票市场价格小于或等于3个基点的变动。

到期时，期权费中将不包括时间价值，仅包括内在价值。该种情况称为等价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



等价——一份期权在到期时，期权费中仅包含内在价值，没有时间价值。

使用期权每日列表

进行股票投资时，强调在投资前进行调研与跟踪。一旦购买了某种股票，大多数情况下，你可以承受该股票价格一定幅度的变动而不需及时采取行动。然而，对于期权，你几乎需要每天关注该市场的频繁变动。买卖双方均应同时关注股票和期权的价格变动，以此把握瞬间的机会，及时采取行动以避免倏然而至的风险。不管开立多头或空头均应进行实时监控。

伴随着家用电脑和网络系统的普及，你基本上可以即时监控你所投资的期权的价格。过去，了解价格需要询问经纪人，或等到第二天阅读报纸上的期权列表。如果没有订购一份专业的金融刊物，日报中的信息对你而言很有可能是不充分的。详细的期权列表，由于只有一小部分投资者感兴趣并占用了大幅的空间，是不刊登在发行量甚广的日报中的。现在期权投资者的投资条件比一个世纪前的投资者有了非常大的改善。

例题：你购买了一份看涨期权，交割价格为 50，期权费为 3（$300）。你的目标是当对应股票的市场价格上升 5 个基点或更多时售出。同时你也知道时间是一个不利因素，你试图预期对应股票的价格走势。所以，你关注两点：股票的价格变动和该期权的每日价格变动。你将这些点标于坐标图上。

不管使用自动化系统或是出版的期权列表，你都需要学习如何阅读这些列表。图 2.2 表示了一份典型的期权每日列表。图中第一列表示了对应股票和当前价格，本例中股票 DELTA 的收盘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价为每股 $37。第二列表示了每份可交易期权的交割价格。通常来说，股票价格等于或低于 $100 的，期权的价格变动单位是 5 个基点；股票价格高于 $100 的，期权的价格变动单位是 10 个基点。期权的交易价格有可能高于或低于列表中显示的范围，但是由于交易量太小而没有报道。

		看涨期权			看跌期权		
		1 月	4 月	7 月	1 月	4 月	7 月
Delta	25	12	14	17 1/2	1/16	s	s
37	30	7 1/2	8 3/8	9	r	1/8	r
37	35	2 5/8	5 1/8	7	3/8	2	3 1/2
37	40	1/8	1 1/2	r	3 1/4	5	r
37	45	r	r	s	8 1/2	11	14 1/8

r ——当日无交易
s ——无报价

图 2.2 每日期权列表的示例

第三至第五列表示看涨期权的当前价格，第六至第八列表示看跌期权的价格。DELTA 股票的期权存在周期为 1 月、4 月、7 月和 10 月(JAJO),因此列出了三种不同的到期月份。由于一般期权仅存在 9 个月左右,该周期中最远的月份没有列出。本图中,10 月交割的看涨或看跌期权的价格没有列出，只有 1 月交割的期权到期后才会列出。请注意,有效期较长的期权的时间价值较大。

本例中，股票 DELTA 的当前市场价格是每股 $37。因此交割价为 35 的看涨期权处于价内 2 个基点，交割价为 30 的看涨期权价内 7 个基点。1 月交割的交割价为 35 的看涨期权包括 2 个基点的内在价值，时间价值仅为 5/8 点；交割价为 35 的有效期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较长的看涨期权，时间价值较大。交割价为 30 的看涨期权包括7个基点的内在价值。看跌期权中交割价为 40 的合约价内 3 个基点，当前的期权价格至少反映了该水平的内在价值。

进行评估

期权投资者需要对期权和对应股票进行几方面的评估，包括：

√ 近期股票交易的变动率和交易量；

√ 特定期权合约距到期日的时间；

√ 时间价值和内在价值的相对水平；

√ 当前的期权费水平。

例题： 你有意于购买你一直关注的一种特定股票的看涨期权。你从该股票历史价格的变动趋势看出，该股票适用于某种特定的期权投资战略。该股票的当前价格是每股 \$47。你认为交割价格为 35 和 40 的看涨期权价格过于高昂，交割价格为 55 的期权价外 8 个基点。考虑到到期时间关系，你最看好交割价为 45 和 50 的看涨期权。

本例中，交割价为 45 的期权价内 2 个基点，你知道该看涨期权的价格与对应股票价格之间将呈现完全的一一对应关系。如果股票价格每股上升 \$2，该期权的价格同样会上升 2（\$200）。但是，如果该股票价格下跌至每股 \$45，期权价格也会下跌 2 个基点。

同时，由于 1 月份的期权即将到期，在购买该期权时，几乎不用支付时间价值。仅从该角度考虑——在该时刻，不考虑时间带来的可选择优势——1 月份到期的期权是最佳选择。

但是，在期权市场中不能总是忽略时间因素。由于到期前的时间较短，你将会承担对应股票价格未能在期权到期前上升的更大的风险。期权定价永远是在时间价值和到期时间长短之间的一个平衡。上例中，你可以购买该期权，如果第二天对应股票价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上升 1 个基点，你将立即获利 $100。股价也可能下跌 1 个基点。或者，由于有效期较短，股票价格自现在至到期期间也可能不发生任何变动。

交易成本也是一个需考虑的因素。尽管本书的所有例题都没有涉及该因素，你自己分析时应予以考虑。因此，为获取 $100 的净利，可能需要多考虑价格的 1.5 基点的变动，如果同时考虑股票交易成本，可能需要考虑更大的差额。

在考虑期权投资时，应注意以上几个评估和分析因素。同样的过程也适用于看跌期权。看跌期权投资获利与否同样有赖于到期前对应股票的价格。看跌期权的买方希望股票价格下跌，同时价格的下跌幅度足以：

√ 抵消期权费中的时间价值部分；

√ 抵消买卖的佣金费用和交易费用；

√ 扣除费用后获得合理的回报率。

对于期权卖方而言，时间是有利因素。你希望期权费中的时间价值衰减而对应股票价格不发生过大的变动。售出看跌期权与售出看涨期权时所希望的对应股票的价格变动趋势相反，但是动机与策略是相同的。

开立和结束股票交易

许多期权投资者最先受到期权市场的吸引是由于他们已经投资于普通股市场。事实上，较大部分的期权投资者所投资的期权是与他们持有和交易的股票相联系的。以下章节中将会讲到，对于短期价格变动进行投机是买卖期权的最明显的动机。

由于股票与期权之间的紧密联系，你的期权投资策略中的一个重要组成部分应是理解如何进行股票投资交易。股票市场是通过大量交易员和经纪人操作的，他们为所有客户执行交易。机构投资者（保险公司、年金基金、共同基金和其他大型投资者）占

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了巨额交易量的大部分，可是从绝对人数来说，个人投资者是市场的主力。他们被称为“零售”，比起一次交易 10000 股以上的交易者，他们支付的佣金相对较高。

交易的执行方式是给经纪人打个电话，或是通过你的个人电脑输入交易。你指明交易账号、股票、股份数、买或是卖、价格信息。交易价格可为“市价”——即当前市场价格——或特定的价格水平。有些指令中指定交易时机。例如，你可以指引经纪人当价格达到特定价位时执行交易，但该指令只在交易日当天有效。交易指令限定的多样性几乎可以满足所有投资者的交易偏好。

选择和评估股票的多种方式并不是本书的主题。期权投资者应对股票市场有一定的了解，至少在进行期权投资之前了解市场的运作程序。以下简单介绍如何理解金融报刊中的股票列表，仅作为每位市场投资者应该熟知的工具的回顾。

股票的每日列表包括了大量有用的在线信息，分析家可以此判断股票的相对价值及历史价格和回报率。例如，以下是一份典型的股票交易所的列表：

$37^1/_4$ $22^1/_2$ Ronbar 1 234 $33^1/_2$ 33 $33^1/_4$ $-^1/_4$

以上所有条目均代表一定的意义。前两列简述了虚拟股票在过去的 12 个月中的交易价格范围。在过去的 12 个月中，虚拟股票 Ronbar 的交易价格处于高位 $37^1/_4$ 和低位 $22^1/_2$ 之间。其正常派息是每股＄1（由股名之后的“1”表示）。这意味着每季支付股息＄0.25 每股。下一列的 234 是上一天该股的交易量。由于表示的是交易笔数，说明交易了 23400 股份。后两列表示了该交易日的最高和最低价。本例中，该股的交易价位区间相对较窄，每股 $33^1/_2$ 至 33。下一列中的 $33^1/_4$ 是该日的收盘价。最后一列的 $-^1/_4$ 表示该股在该交易日的价格较前一天下跌了 1/4 基点，即每股下跌 25 分。

股票市场所包含的内容远远超出股票每日列表的范围，对于任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何投资者来说，运用可能的基础分析和技术分析手段进行分析均是整日的工作量。本处的目的仅是进行简单的基础回顾。可能大多数股票投资者都知道股票市场的简写术语，但是期权市场采用独立的代码和简称系列，甚至未介入期权市场的资深股票市场投资者也未必熟悉期权交易的特定代码。

理解期权市场的简称

期权价格在列表和经纪人与客户的交流中以缩写形式表示。期权合约中的 100 股份的股票价格是以分数形式表示的。表 2.1 表示了价格的分数形式和与其等值的货币价格；3 表示 \$300，$2^5/_8$ 表示 \$262.50。期权交易中的最小分数单位为 1 点的 $^1/_{16}$，等值于 \$6.25。

在期权及其术语中不仅期权费设定了简称，到期月份和交割价格均以简写形式表示。例如，一份 10 月份到期的交割价格为每股 \$35 的期权称为一份 10 月 35 期权。一份 1 月份到期的交割价格为 50 的期权称为一份 1 月 50。和期权费价格表示方法一致，交割价格的表示形式也没有货币符号。

表 2.1 以分数形式表示的价格

分数	货币价格	分数	货币价格
1/16	\$ 6.25	9/16	\$ 56.25
1/8	12.50	5/8	62.50
3/16	18.75	11/16	68.75
1/4	25.00	3/4	75.00
5/16	31.25	13/16	81.25
3/8	37.50	7/8	87.50
7/16	43.75	15/16	93.75
1/2	50.00	1	100.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一份全面的期权描述必须包括对应股票、到期月份、交割价格、期权类型、期权费，需使用所有术语和当前价格。图 2.3 示例描述了所有的必要要素。以这种方式和术语描述期权，便于严格区分期权。

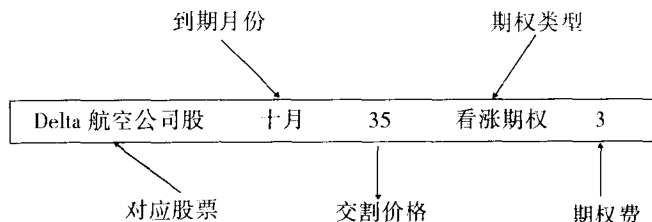


图 2.3 一份完整的期权描述

当你致电经纪人进行期权交易时，也许可以不使用简称而下达交易指令，但是这需要经纪人在发出该指令之前，将你的描述转换为简称形式。这种转换则增大了出错的可能性。所以学习期权交易通用的简称，包括表示到期月份和交割价格的一系列符号，会使双方受益。考虑到期权交易的可能规模和时机把握的紧迫性，在期权市场中使用简称就至关重要了。图 2.4 概括了几乎所有经纪公司在为客户发送买卖指令时所使用的符号。

发送指令时，先表示到期月份，随后是交割价格。请注意，交割价格为 5，105，205 时采用同样的符号。一个符号可以表示 3 种价格，是因为根据对应股票的每日价格，较易区分特定股票应采用 3 种价格中的何种价格。

例题： 你想交易 10 月到期、交割价格为 35 的看涨期权。从图 2.4 看出，到期月份的表示符号是“J”，交割价格的表示符号是“G”，因此，该看涨期权是一份 JG 期权。如果是看跌期权，正确的符号应为 VG。

完整的期权报价还应包括对应股票的缩写符号。每种列名股票都有一个在交易中通用的独一无二的简称。例如，Delta 航空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到期月份代码		
月份	看涨期权	看跌期权
1 月	A	M
2 月	B	N
3 月	C	O
4 月	D	P
5 月	E	Q
6 月	F	R
7 月	G	S
8 月	H	T
9 月	I	U
10 月	J	V
11 月	K	W
12 月	L	X

交割价格代码			
交割价格			代码
5	105	205	A
10	110	210	B
15	115	215	C
20	120	220	D
25	125	225	E
30	130	230	F
35	135	235	G
40	140	240	H
45	145	245	I
50	150	250	J
55	155	255	K
60	160	260	L
65	165	265	M
70	170	270	N
75	175	275	O
80	180	280	P
85	185	285	Q
90	190	290	R
95	195	295	S
100	200	300	T
$7^1/_2$	-	-	U
$12^1/_2$	-	-	V
$17^1/_2$	-	-	W
$22^1/_2$	-	-	X

图 2.4　期权交易代码

公司股票简称为 DAL。因此，一份 Delta 航空公司股的看涨期权，交割价格 35，10 月份到期，应由 5 个字母表示。如图 2.5 所示，股票代码在前，然后是句点，其后的两个字母代码分别代表到期月份和交割价格。看涨期权和看跌期权之间的区别反映在月份代码中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

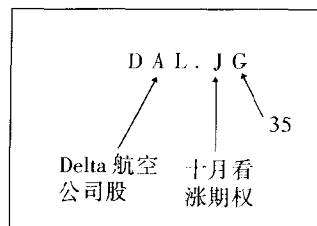


图 2.5 期权报价的示例

设定标准

进行任何期权交易之前，应该为自己设定特定的标准。当然，对于所有的交易都是如此。根据所设立的标准，你应该能够确定何时制定决策，制定何种决策。确定你所期望获得的结果之后，制定交易决策就会容易一些。针对期权投资应提出如下问题：

√ 应轧平该期权头寸还是让其过期？

√ 在什么情况下应作出轧平头寸的决策？应该设立你可以接受的最低利润水平呢，还是你可以承受的最小损失金额？

√ 应购买什么类型的期权？目的是什么？

√ 应将多少资金投资于期权市场并可以承担风险？

√ 期权投资应占你所持有的投资组合或可支配现金的多大比例？

设定标准可以帮助你确定能够接受的风险水平和类型。而这是投资的每个阶段均应提出的要求。没有设定目标和确定投资标准，你就无法衡量投资是否成功以及计划执行的收效程度。没有该步骤，你就没有真正的计划。其中确定风险是关键，对于投资市场的成功至关重要，对于期权投资尤为重要。

例题：你购买了一份看涨期权，有效期 7 个月，期权费为 3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（$300）。此时，你所承受的风险是对应股票的市场价格未能上升到足以使你获利超过 $300（你初始支付的期权费用）的水平。不管你购买该期权时对应股票价格处于何种水平，要获利，股价必须在到期前的某个时点升高至足以产生要求利润的价位。

如果你购买该看涨期权的唯一目的是盈利，则该投资产生利润必定是你所设定的目标的一部分。为达到该目的，股票价格必须在到期前的某个时点达到价内；作为买方如果仅仅试图依靠时间价值获利是极为危险的，时间价值极少增加。

作为上例中的看涨期权买方，你认为在到期前，对应股票价格将比交割价高 3 点以上，为此，你愿意支付 $300 的风险金。在这种情况下，打个比方，你可以设定一个标准：当期权费大于等于 5（$500）时，你就售出该期权。该行为在使你获得收益的同时提供了一个目标。达到该目标后将产生一份卖单。期权投资所面临的最大的风险之一是贪欲。你可能制定了一个没有认真规划的目标，仅仅由于你认为可能会有更高的利润就没有遵循该目标。当然，存在进一步获利的可能性，但是，你没有坚持执行设定的投资标准和个人目标的最大可能性是亏损大于收益。你应该充分理解风险，并在开始投资之前设定标准。

例题：你的投资组合中包含 100 股份，当前价格为每股 $46。你出售了交割价格为 45 的看涨期权，收取期权费为 4（$400）。你认识到如果该看涨期权被执行，你将不得不以每股 $45 的价格卖出股票。投资风险在于对应股票的市场价格将显著高于该价位。但是，你愿意承受该风险以获取现在收取的 $400 的期权费。

本例中，你已设定了标准。你愿意以每股 $45 的价格出售股票以收入 $400。你愿意承担在该价位出售股票的风险，即使该股票价格将会大幅上涨。同时，你也可以设定其他标准。例如，你可以决定如果该期权的价格下降 2 个基点，你就买入以轧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平头寸，仍可获利 $200。这样，如果以后对应股票价格持续上升，你就不用再出售另一份看涨期权了。

你应该考虑一下如果没有设定投资标准将会产生什么后果，最可能出现的模式是你永远不会获利。这对于期权交易者是一个普遍存在的问题，因为一些投资者发现他们不能抵御市场走势的诱惑。他们根据每日市场的变动作出反应调整原先的标准，而不能执行一个充分计划的严格的标准。

例题：两周前，你买入了一份看跌期权，认为对应股票的市场价格将会下跌。你支付的期权费为 2（$200）。最初，你希望投资翻倍，要求股票价格下跌至少 2 个基点。一旦该看跌期权成为价内，随着股票价格下跌 1 个基点，期权价值也会相应上升 1个基点。至上个星期，该股票的市场价格已下跌 3 个基点，你的看跌期权价值为 5（$500）。你可以当时售出并实现利润 $300。但是，你认为股票可能会持续下跌趋势而没有出售该期权。三天后，股价反弹 2 个基点，该期权价值跌至 3（$300）。你现在后悔当时应该把握机会售出期权，因此，你决心如果机会再次来临，你将出售期权并获利。

昨天，股票价格下探最低点，下跌 4 个基点。看跌期权价值为 7（$700）。你知道应该出售期权，但是，你又一次试图投机该股价进一步下跌，没有采取行动。今天，股价反弹了几个基点，现在你所持有的期权价格仅为 1 个基点，是你初始支付的期权费的二分之一。

这种情形并不少见。许多纸面利润的损失就是因为投资者没有制定标准或者设定标准后未能坚持执行。在该作出决策的时候，你需要自信地作出决策并立即执行。期权市场持续变化，没有等待投资者改变决策的时间。损失未实现的潜在利润要优于损失现有的利润。如果你想承担更大的风险，放弃短期利润，你也需要作好承担比那些设定并执行特定计划的投资者更大亏损的思想准备。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在设定并执行自己的标准时，可以使用一种称为停损指令的方法。该指令下达至经纪人，只有在市场价格达到指令中指定的价位时才执行。停损指令并不保证交易价格一定为该价位，交易可能执行于该价位、该价位以上（买入时）或以下（卖出时）。一旦达到特定的价位，该指令成为一个市场指令，意味着以当前可以取得的最低价格买入或以最高价格卖出。市场指令是一种最常见的指令形式。对于期权买方，停损指令可以作为一种防止由于犹豫而产生损失的有用工具，可用于确保你执行自己的投资标准。



停损指令——投资者向经纪人下达的指令，要求以特定的价格或高于该价格买入，或以特定的价格或低于该价格卖出（一旦达到或超过该价位，该指令成为一个市场指令）。



市场指令——投资者向经纪人下达的指令，要求以可以取得的最好价位买入或卖出。

例题：上星期，你购买了价格为 6（期权费为 $600）的看涨期权，希望对应股票的市场价格会上涨。但是，你担心股价的下跌会使你所持有的看涨期权价格迅速下跌。因此，你下达了一个价位为 4 的停损指令。如果该期权的价格下跌至 4 或低于 4，将自动尽快售出该期权。这并不意味着你一定可以收取 $400。如果该期权的价格下跌迅速，在执行出售时期权价格可能低于 4。

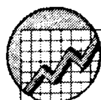
例题：你购买了一份看涨期权，价格为 4（$400），同时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下达了一个价位为 3 的停损指令。如果期权价格下跌至 3 或低于 3，一笔售出交易将会尽快自动执行。该停损指令并不保证出售价格一定为 3，实际售价可能低于 3。

你也可以指定一个确切的价格。这将确保交易仅会在该价位交割。问题是有可能市场价格会迅速突破该特定价位，有可能不会再回到该价位。一笔这样的指令称为停损限价指令。投资者要求经纪人在某个特定的价位或某特定的价位区间执行一笔交易。例如，你可能会要求经纪人在期权价格达到 4 或低于 4 时出售该期权，但售价不能低于 2。

停损限价指令可适用于交易的买卖双方，可以帮助你在不能持续地观察市场及其运动时执行你所制定的标准。但是，请注意：并不是所有的交易所都允许在期权交易中使用停损指令，每个交易所的规则可能各不相同。当你制定一个包括停损指令在内的策略之前，请先同你的经纪人进行确认，明确该交易所是否允许使用期权交易停损指令。



停损限价指令——投资者下达至经纪人的指令，要求在特定的价位（或者在特定的价位区间）购买或出售。

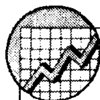
应该说使用这些工具较易于执行投资标准。但是不管你是否使用停损指令，在投入资金前均应该先设定标准。根据事先确定的标准，在适当的时机轧平头寸，不管是否盈利。投资于期权市场的投资者有盈有亏，大多数承担亏损的投资者都是由于没有制定标准。所有的投资均存在赌博的成分，但是完善的调研、对市场特性的理解、认真选择的时机和坚定的投资标准都加大了成功的可能性，而缺乏以上因素就基本上注定了失败。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计算卖方的投资回报率

投资者以回报率为指导方向并以此衡量成功与否。在一个简单的仅包含一笔买入和一笔卖出的交易中，回报率较容易计算。简单地将净利润除以买入总额，所得到的百分数就是回报率。然而，当出售期权时，回报率就较难以计算。在出售期权的同时，也关闭了原买入交易。回报率将随以下几种情况变化：

1. 每笔售出期权所涉及的 100 股份股票的所有权。
2. 买方要求执行的期权。
3. 在期权费下跌时轧平头寸。
4. 股票的市场价格大幅变动。



回报率——也称收益率。投资产生的收益，将出售时所获得的净现金利润除以购买时支付的金额。

投资时应分析回报率，并以年利为基础进行比较。由于不同的投资持续时间不同，简单计算回报率并加以比较是没有现实意义的。投资 2 个月获得 50% 的回报率远远高于投资 10 个月获得同等的回报率。请遵循以下步骤将回报率换算为年利基础：

1. 计算回报率。将净利润除以购买金额，结果以百分数形式表示。
2. 将回报率百分数除以该投资持续的月份数。
3. 结果乘以 12。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年利基础——一种比较持有不同时期投资回报率的方法，将所有回报率表示成投资一整年的投资回报率（将现有投资回报率除以持有月份数额，再乘以 12）。

例题：你的一笔投资获取了 12% 的回报率。其年回报率则随着投资持续的月份数而变化。

1. 3 个月：

   净利润 12 ÷ 3 = 4

   4 × 12 = 48% （如果该投资持续了一整年，并保持相同的收益，则该年的回报率将是 48%）

2. 8 个月：

   净利润 12 ÷ 8 = 1.5

   1.5 × 12 = 18% （如果该投资持续了一整年，并保持相同的收益，则该年的回报率将是 18%）

3. 15 个月

   净利润 12 ÷ 15 = 0.8

   0.8 × 12 = 9.6% （如果该投资持续了一整年，并保持相同的收益，则该年的回报率将是 9.6%）

正如上例所示，年回报率随投资月份的变化而变化。如果投资持续时间超过 1 年，年回报率将小于直接回报率（上例 3）。如同一个持续较短时间的投资可以被延长而表示为持续一整年的回报率，超过 1 年的投资也可以被压缩而表示为仅持续 1 年的回报率。

通过折算为年率，所有的回报率都具备了相互比较的基础。这使得对期权交易的分析更为现实。但是，年利率并不总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是代表真正的总体绩效。记住，对于非常短时间内的投资而言，年回报率对于判断总体收益的用处较小。

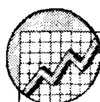
例题： 你近期购买了一份看涨期权，价格为 1，两周后售出时的价格为 3。回报率为 200%，折算为年回报率为 4800%。尽管该回报率十分可观，但并不意味着你在每个其他期权投资中均能持续地获取该回报率。

期权投资的性质使得年回报率适用于进行投资整体分析，不适用于单笔交易。典型的期权投资一般一年进行几笔交易，包括多头也包括空头投资，各投资策略的持续时间并不相同。你会发现对一段时间内的全部投资应用年回报率进行分析有一定的意义，但仅使用年回报率进行分析却不一定合适。因为有太多的可能情况发生将破坏该均衡。例如，本月年回报率为 4800%，但是接下来的 3 个月该笔资金可能会闲置。则闲置时间也应计入整体的年利分析中。也可能在获取该盈利之后的第二个月中，年回报率为 -9600%。每笔交易均会涉及不同的投资金额。简而言之，期权投资者使用的整体策略中将包含各种各样的因素。

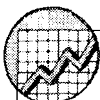
甚至当回顾简单的回报率或是预期可能的结果时，有时也需要在分析可能出现的多个结果的基础上进行计算。在考虑期权空头交易时，需要分别两种可能的结果进行风险分析：交割回报率和未交割回报率。

交割回报率是指如果期权买方要求交割并买走对应股票时，期权卖方所获取的回报率。未交割回报率是指当对应股票没有被买走时的回报率。在计算这两种回报率时，须考虑各方面的收入与亏损。这两种回报率之间的重要区别在于是否考虑对应股票投资的盈利或亏损。交割回报率的计算中包括 100 股份的售出。未交割回报率的计算基于对应股票价格持续价外的假设，因此，不涉及期权的交割，也不涉及到股票交易的盈利或亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交割回报率——当期权买方执行期权时，期权卖方所能实现的预计回报率。（该计算包括对应股票盈亏、收取的股息和出售期权时收取的期权费。）



未交割回报率——当期权买方放弃执行期权时，期权卖方所能实现的预计回报率。（该计算包括对应股票收取的股息和出售期权时收取的期权费。）

在计算回报率时，请记住考虑经纪人的佣金。经纪人的佣金率各不相同，如果你的交易量很大，选择合适的经纪人可能会节省数千美元。本书的大多数例题中，仅考虑单笔合约；而现实中，许多期权投资者可能同时交易多笔合约。一笔交易的合约数越多，平均佣金率越低。

例题： 你持有某种股票的100股份，初始购买价格是每股 \$58。当前的市场价格是每股 \$63。你出售了一份交割价为60的看涨期权，收取期权费7（\$700）。在售出期权至期权到期日期间，你收到两次股息，总金额为 \$68。

交割回报率

交割价格	\$6000
初始成本	5800
利润	\$200
股息	68
看涨期权费	700
总利润	\$968

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交割回报率 （$968÷$5800）=16.69%

未交割回报率

看涨期权费	$700
股息	68
总利润	$768

未交割回报率 （$768÷$5800）=13.24%

下一步换算为年利率，用于准确比较两种回报率。例如，如果购买股票至期权到期之间的时间是9个月，交割回报率换算为年利率是：

16.69%÷9=1.85%

1.85%×12=22.20%

该计算假定履约发生于期权到期时，也是最可能发生的时点。相比之下，未交割回报率换算为年利率是：

13.24%÷9=1.47%

1.47%×12=17.64%

因此，以年利率为基础，我们可以得出结论交割回报率是22.20%，未交割回报率是17.64%。这些计算甚至可以在尚未决定售出期权时预先作出。比较可知，该期权交割后的回报率高于未交割的回报率。

比较这两种回报率的一个问题在于一种是以出售对应股票为基础，另一种仅涉及了期权费和股息。该比较并不全面，因为你需要评估你是否愿意以交割价出售对应股票。作为一般规则，如果你不愿意在期权执行时交割对应股票，就不应该出售看涨期权。除此之外，另一个问题在于出售股票也意味着需要负税，在估算结果时也应记住这一点。比较时请考虑到税收的影响，以净利为基础进行比较。本例中没有计算税收，是因为每个人的适用税率不同。

一旦该期权被执行，你将面临另外一个问题——有一笔现金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可用于再投资。根据时机和市场条件，履约可能带来在简单地计算期权投资收益率时所没有预期到的问题。很显然，可能出现的情况并不适用进行全面比较，因为每种情况都会产生一系列不同的结果。

请考虑以下这些计算的用途。在确定是否要执行一项特定的期权交易时，对于可能出现的结果进行的分析——交割或未交割——将帮助你判断风险和潜在收益。因此，在考虑期权交易时，这些相对简单的计算还是有一定价值的。换句话说，假设你希望出售股票，面临着利润负税、市场时机和收益再投资等一系列潜在问题，此时对可能结果进行比较将是一个较有意义的方法。

另外，在比较交割回报率和未交割回报率时，还需将你持有对应股票的时间与期权的有效期间进行比较。如果你持有对应股票已多年，在计算年回报率时考虑期权费的同时考虑股票利得就不确切。持有对应股票的时间越长，该扭曲将会越大。另外一个因素：如果期权的交割价格实际低于对应股票的初始购买价格，则交割回报率中将涉及到以期权利润抵消股票亏损。这也会对年利率有所影响，特别是当你已持有对应股票多年时。

例题：去年，你以每股 $37 的价格购买了某种股票的 100 股份。上个月，你出售了一份期权，交割价为 35——低于买价 2 元，收取期权费 6。从现在至到期，你将收取股息 $40。

交割回报率

交割价格	$3500
初始成本	3700
亏损	$（200）
股息	40
看涨期权费	600
净利润	$440

交割回报率　（$440 ÷ $3700）= 11.89%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有风险意识的投资者应在开始交易之前预先计算投资风险。同时也需要制定自己的投资标准。上例中，进行期权投资的同时售出未能达到期望的股票，获取 11.89% 的回报率可以认为是一种较为可行的方法。你所制定的标准可能千差万别，期权可用于获利、减小损失或增大你在市场中的成功机会。标准确定了你所希望获取的利润水平，同时限定了你所承受的风险。所有承受未预期损失的期权投资者，都未能对特定策略中的所有可能结果进行评估。如果你制定了标准，并正确地进行了评估，你就不会承受任何意料之外的亏损。

在期权市场中取得成功，需要在开立头寸前充分认识到所有的可能结果。也需要认识到何时依据市场变化轧平该头寸；何时执行期权，何时放弃执行期权；作为期权卖方，期权被执行时将产生什么影响。在作出任何决策时，均需要全面评估所有可能出现的后果。仅仅知道潜在收益是不够的，还需要认识到任何策略和决策中所涉及到的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

买入看涨期权

一份看涨期权赋予买方在未来某个特定的到期日或之前，以特定的交割价格，购买特定股票的100股份的权利。买方为获取该权利需支付期权费。作为看涨期权的买方，你有三种选择：第一，可以在期权到期前出售该期权；第二，执行期权并买入对应股票的100股份；第三，放弃执行期权。

买方没有必须购买100股份的义务。相反，如果买方要求执行期权，卖方必须交割100股份。看涨期权的买方（持有人）所采取的措施有赖于：

√ 对应股票的实际价格变动和由此产生的对看涨期权价值的影响；

√ 最初购买看涨期权的原因；

√ 风险偏好程度，是否愿意等待股票和期权价格的未来变动，或是获取当前确定的利润（应依此制定和执行你的投资标准）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理解看涨期权的有限有效期

你可以仅仅希望在有限时间内获利而选择购买看涨期权。获利方式可以是在较高的价格出售该看涨期权，或者是执行期权，以低于当前市场价格的价位购买100股份。该看涨期权也可以用于抵消所持有的对应股票空头的亏损。看涨期权的以上用途本章均会解释。

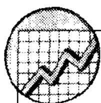
每位投资者均会承受风险，期权买方承受的风险与卖方不同。在购买期权之前，衡量相应的风险，全面理解潜在的利润和潜在的亏损。由于所购买的期权仅存在相对较短的时间，所以需要在期权到期前实现目标。否则，期权将迅速丧失价值。

任何购买过股票的人都知道时间是一种奢侈品。事实上，对于股票市场的最初级的理解就是投资者通常应该具有耐心。公司成熟需要时间，长期的增长意味着股东需要花费几年时间等待投资盈利。股票持有人决定何时与是否出售股票。许多人购买股票是为了获取股息收入和股票的长期增值，因此时间因素有利于股票投资者。与之相反，期权买方没有太长的时间等待，时间是期权买方的敌人。

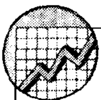
简单地比较购买股票和购买期权就可以得出投机的定义。典型的投机者以承受全额亏损的风险来换取潜在的高额利润。由于期权投资可以用相对较少量的资金拴住100股份对应股票，我们可以称购买看涨期权为杠杆投资的一种形式。杠杆投资的一种最普通的例子是借入资金进行投资，买入期权是另一种形式。由于期权仅仅代表一种权利，而不代表实质性的所有权，同时仅存在于一段有限的时间，所以实质上是对市场走势的一种赌博。买方赌对应股票的市场价格上升，而卖方赌股票的市场价格下降。看涨期权的买方可能并确实会承受快速——和巨幅——的利润或亏损，重要的是第一步认识到潜在利润和亏损的可能幅度。

特定投资或市场策略的适合性的定义包括了了解你所进入的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投机——投入资金获取短期利润，同时承担一定的风险，投机者认识到有可能会承受较大或全部亏损。（购买看涨期权进行杠杆投资是投机的一种形式。期权买方可能在几天中获取巨额利润或损失全部投资。）



杠杆投资——一种运用资金的方式，投资者可以使用相对较少金额的资金控制相对较大金额的资产。（杠杆效应可以由借款获取，例如，使用借入的资金购买股票或债券；还可以通过购买期权获取杠杆效应，期权买方有权在较短时间内控制某种股票的 100 股份。总的来说，杠杆投资可以增大潜在利润，但同时也增大了潜在风险。）

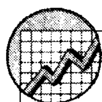
市场或投资、确定策略适合于你、理解涉及的风险。潜在的投资者通常只认识到策略的潜在利润，而没有意识到风险。

例题：一位投资者对投资市场没有经验，他从未投资过股票也不知道市场是如何运作的。现在，他有 $1000 可用于投资，并希望尽可能快地盈利。一位朋友告诉他可以通过购买看涨期权而快速赢得高额利润。9 月份有一笔债务将要到期，那时他需要至少 $1500。尽管他实际上并不能承受这 $1000 的亏损，他还是决定购买 3 份看涨期权，每份期权费为 3（$300）。如果股票价格上升至少 3 个基点，他的资金就可以翻倍；但是如果股价下跌或保持不变，他将损失全部资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这位投资者不符合投资于期权的适合性标准。他不知道影响股票价格涨跌的因素；不能承受 $1000 的亏损；他认识到潜在利润，但是没有充分认识到潜在的亏损。在这种情况下，经纪人有责任认识到该投资者不适合投资于期权，应劝说其不购买看涨期权。在投资者坚持的情况下，经纪人应拒绝执行其购买指令。

成功的投资者具有良好的时机感。时机感是在观察对应股票价格走势中培养出来的。精明的期权投资者根据经验确定决策的时机。不仅时机的选择会影响投资的风险水平，自购买期权至期权到期的时间长短也会影响投资的风险，每种股票的风险水平亦不相同。由于时机的选择对于期权的买方非常重要，投资的新手一般损失多于盈利。



适合性——对特定的投资或市场策略进行评判的标准（投资者对期权的了解和经验是评判适合性的重要标准。只有当投资者理解市场并可以承担所涉及的风险时，所采取的策略才是适当的。）

例题：一位投资于股票市场多年的投资者，尽管以前从未投资于期权市场，但她花了大量的时间阅读相关书籍、学习术语、学习如何理解期权列表。她在过去的 2 至 3 个月中，跟踪了虚拟购买的几份期权，观察了期权价格的变动模式。同时，她所持有的投资组合包括相对安全和分散化的股票和共同基金的份额，她打算投资 $1000 现金于期权市场。她希望购买 3 份看涨期权，每份价格为 3（$300），她了解潜在收益和亏损的范围。

这一情况和前例相差甚远。本例中的投资者理解市场；可以承担 $1000 的风险；了解潜在的收益和亏损。尽管她没有期权市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场投资的经验，但是她学习了期权市场的运作，跟踪了几个虚拟的期权投资。对于该投资者来说，在期权市场中进行有限的投资是完全合适的。她理解时间不利于期权买方，并理解时机的掌握至关重要，她将会作出较为正确的决策。

适合性不仅仅指你承受风险的能力，还包括投资市场所包含的风险。如果该投资者聘请了一位有经验的经纪人，她也可以听取该经纪人对其拟进行的期权投资的建议。但是，每个希望涉入期权市场的投资者应注意，并不是所有的经纪人都能较深入地理解市场，可以对期权投资提出建议。请确认你的经纪人确实可以提供帮助，即使可以得到经验丰富的经纪人的帮助，你也应自己确定自己的投资决策。

评估看涨期权

多数情况下，购买看涨期权的买方未能获利。即使对于充分理解股票和期权市场的投资者而言，这种情况也不容忽视。许多情况下，对应股票的市场价格上涨，但是上涨幅度小于期权时间价值的下跌。因此，一般而言，价格温和上升的股票是不能使期权投资者产生盈利的。

例题： 近期，你购买了一份平价期权（即对应股票的当前市场价格与交割价格相同），交割价格为每股 $45，期权费为 4（$400）。到期时，股票价格上涨至每股 $47，但是看涨期权价格仅为 2（$200）。为什么呢？购买期权时价值 $400 的期权费均表现为时间价值，而内在价值为 0。时间价值到期时衰减为 0，剩余的 $200 表示期权价内 2 个基点，均为内在价值。在这种情况下，最好的做法就是在到期前出售该期权，承受 $200 的亏损。否则，如果放弃执行期权待其过期，则会损失全部的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

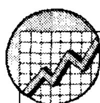
例题：两个月前，你以 3/8 的价格（期权费 $37.50）购买了一份看涨期权，当时对应股票价格处于价外 7 个基点（即当前股票市价比交割价格低 7 个基点）。现在已至到期日，该股票价格大幅上升了 6 个基点。但是，该期权仍然没有价值，因为即使对应股票的市价经历了如此大幅的攀升，该期权仍为价外。购买时的期权费中只包含时间价值，没有内在价值。

如果看涨期权买方没有为自己制定目标，将会承受损失。如果当前期权价格下跌低于初始支付期权费（期权价格）水平，买方不仅需要负担价格的下跌，还需要承受时间价值的衰减。这就是为自己制定一个止损点的重要意义所在，在某个时点止损。如果期权价格上涨高于初始成本，应预先确定何时出售并执行该策略。否则，今天的利润可能明天就会消失，机会可能丧失。因此，成功的看涨期权买方会制定并执行自己的目标。

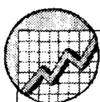
例题：你认为应为投资设定特定的规则和标准。因此，当你购买了一份价格为 4（$400）的看涨期权时，你制定策略，如果该期权价格下降至2（$200），你将售出该期权并承担 $200 的亏损。同时，你还决定如果期权价格上涨至 7（$700），就出售并获取 $300 的利润。你认为，如果执行自己的策略，你将限制亏损并有可能获利。你知道对于期权投资，时间是有限的，机会往往不会重来。一个期权买方往往不能获得第二次机会。

已实现利润只在轧平头寸时兑现。买方需要执行一笔反向的出售交易；卖方则需要执行一笔反向的买入交易。期权买方需要确定在何价位出售，而且该决策应在开立头寸之前制定。如果你希望投资成功，就需要坚持并执行该标准。否则，你只能眼看着实现利润的机会出现并消失，你只能获取纸面利润而最终以实际亏损告终。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



已实现利润——轧平头寸时实现的利润或亏损。



纸面利润——又称未实现利润。仅存在于纸面而没有实际获取的价值；纸面利润（或纸面亏损）只有在执行反向平仓交易时才成为已实现利润。

大多数看涨期权买方关注期权合约的四个条件：当前期权费水平、其中代表时间价值的部分、有效期间、对应股票的前景。例如你可能会在《华尔街日报》中找寻符合以下条件的看涨期权：期权费小于等于 2、平价或接近平价、距到期至少还有 3 个月、股票由具有较强的短期价格增长前景的公司发行。不过，这一方法是存在缺陷的。较低的期权费并不总是意味着最好的收益。

对于有效期较长的期权，较低的期权费通常存在于价外或价内较多的情况下。如果交割价格是 40 而股票的当前市场价格仅是每股 $35，你就可能轻易地找到有效期尚有 6 个月但是价格很低的看涨期权。当然，你还需要对应股票的市场价格大幅上涨使得期权到期前具有内在价值。或者，时间价值需要迅速上升，你的投资才可能获利。

对时间价值进行交易并不是一项好的策略。存在时间价值在很短时期内上涨的可能性，但可能性较大的情况是，价外期权的价格不随着低于交割价格的股票价格的变动而变动。换句话说，如果交割价格是 40，而股票的市场价格介于 34 至 39 之间，就不要指望时间价值会对股票价格的变动有较大的反应。当股票价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

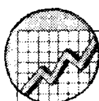
格变动时，时间已慢慢地流逝。这意味着时间价值会随着时间的消逝而衰减，而不是随着对应股票价格的价外变动而变动。

例题：你购买了一份看涨期权，交割价格为40，支付的期权费为1（$100）。该期权7个月后到期，意味着股票的价格仍有较长的时间发生变化。股票当前价格为每股$34，价外6个基点。为实现利润，股票的市场价格必须高于每股$41（不考虑经纪人佣金），因为你只能预计未来的内在价值，而不能预计时间价值。

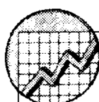
上例中，时间对于买方绝对不是有利因素。股票的市场价格上涨7个基点才能达到盈亏临界点，上涨超过7个基点才能获利。如果你只是简单地比较当前的期权费和到期时间之间的关系，就可能是自己欺骗自己。永远不要在时间价值上做文章。对应股票价格必须在非常短的时间内大幅上升，才能使时间价值显著上升而获利。

利润也可能完全产生于时间价值的上涨，意味着买入一份价外期权，希望对应股票价格在价外范围内发生迅速变化，使得期权费出现短期增长。但是你不能依赖于该种情况的发生。如果买入看涨期权后，对应股票的价格立即上涨几个基点，时间价值也会相应上涨，你可以轧平头寸获利。对应股票的当前市场价格和期权的交割价格之间的差距越大——也就是说，期权价外越多——你不能实现盈利的可能性就越大。请记住，当期权处于价内时，股票价格与期权价格的变化才会出现真正的对应关系，也就是一对一的关系。如图3.1所示，看涨期权的对应股票价格比交割价格低5个基点以上时，称为深幅价外。对于看跌期权，相应的点数相同而方向相反，深幅价外指对应股票的市场价格大大高于期权的交割价格。如果看涨期权的对应股票价格高于交割价格5个基点以上时（对于看跌期权是低于交割价格），称为深幅价内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



深幅价外——指对应股票的当前市场价格低于看涨期权的交割价或高于看跌期权的交割价5个基点或以上时的情况。



深幅价内——指对应股票的当前市场价格高于看涨期权的交割价或低于看跌期权的交割价5个基点或以上时的情况。

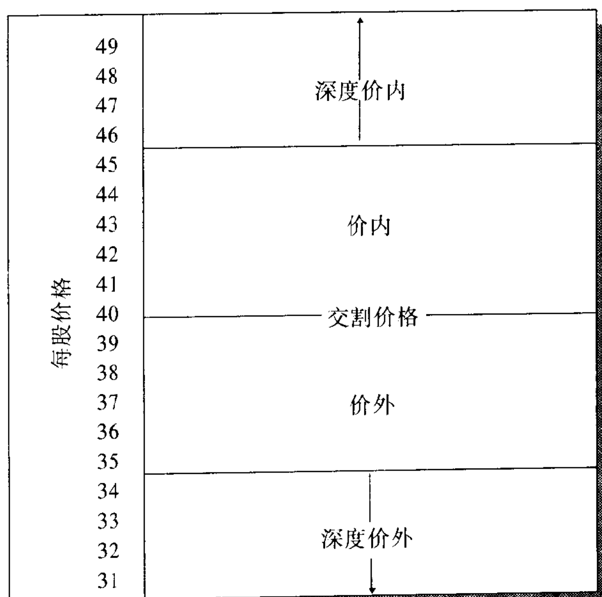


图 3.1 看涨期权的对应股票价格的深度价内/深度价外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建立目标

多数投资者认为购买看涨期权是一种纯粹的投机行为。价格上升时获利，价格下跌时亏损。当买入看涨期权的原因仅仅是为了盈利时，对于其投机本质的说法基本上是正确的，但是，除此之外，看涨期权还可用于实现其他目标。

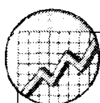
目标 1：获得杠杆效应

我们以前对杠杆效应的描述是，使用较少量的资金控制较大金额的投资。这是对买入看涨期权的完美描述。你可以使用几百元钱控制某种股票的 100 股份。“控制”一词的意思是指你可以在到期前的任何时刻选择购买该 100 股份。获取杠杆效应是买入看涨期权的最常见的原因——也就是说，投资于看涨期权可以使用有限金额的资金，创造出获取巨大收益的潜力。这也就是为什么许多投资者愿意承受与购买看涨期权相关的风险——存在获利的潜力。为说明看涨期权投资可以多么迅速地创造利润，可以比较一下购买 100 股份与购买一份 4 个月后到期的看涨期权合约两种投资方式中分别存在的风险。请看图 3. 2。

股票的售价为每股 $62。你可以投资 $6200 购买 100 股份，也可以支付期权费 5（$500），购买一份交割价格为 60 的看涨期权。期权费总额中，2 个基点代表内在价值，3 个基点是时间价值。

如果购买了该股票的 100 股份，你必须在五个工作日内付款。如果购买看涨期权，你必须在交易日的下一个工作日付款。任何交易的支付截止日期称为交割日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交割日——交易的买方需要支付价款或者交易的卖方有权收取价款的日期（股票的交割日是交易日后的第五个工作日，期权的交割日是交易日的下一个工作日。）

作为一个看涨期权的买方，你的计划是在到期前售出期权。如同多数看涨期权的买方，你并不想进行期权的实际交割购入100股份，你希望对应股票的市场价格上涨，使得期权的内在价值随之上涨，将会产生利润。

你投入 $500 的资金，控制了 100 股份，这就是杠杆效应。你不需要投入 $6200 以获取该控制权。（相比之下，股票持有人的优势是有权收取股息也不需要担心时间的消逝。）如果不考虑买卖期权的佣金成本，近期内将会发生什么呢？

如果股票价格上涨 5 个基点，股票持有人将盈利 $500，回报率为 8.1%。由于价内期权的价格与股票价格的有利变动呈一一对应关系，同样条件下，看涨期权的买方将实现 100% 的回报率：以 $500 的投资获取 $500 的收益。该利润只有当看涨期权的价格上涨发生在 3 个基点的时间价值衰减之前才能实现。如果股票价格上涨 5 个基点发生于到期时，期权将仅获利 2 个基点。

初始成本	$500
减去：衰减的时间价值	-300
初始内在价值	$200
加上：增长的内在价值	+500
到期时的期权价值	$700
利润	$200

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	股票（1）		看涨期权（2）	
	盈亏	回报率	盈亏	回报率
价格上升5个基点	$ 500	8.1%	$ 500	100%
价格上升1个基点	$ 100	1.6%	$ 100	20%
价格不变	0	0	0	0
价格下跌1个基点	－$ 100	－1.6%	－$ 100	－20%
价格下跌5个基点	－$ 500	－8.1%	－$ 500	－100%

（1）购买价格每股 $62（共 $6200）

（2）交割价格 60，期权费 5（$500）

图 3.2　回报率：购买股票与购买看涨期权的比较

期权价格相对与股票价格变动的一一对应关系非常明显。本例中，股票价格上涨 1 个基点仅引起股票持有人利润上涨 1.6%，却使得期权持有人利润上涨 20%。如果在购买期权至期权到期期间股票价格没有发生变化，期权费中的 3/5 的时间价值将会衰减。在股票价格没有变动时，看涨期权买方的风险直接产生于时间价值的衰减。

作为期权买方，你承受时间所带来的压力有两个原因。第一，期权将在未来某个特定的日期到期；第二，接近到期时，时间价值加速衰减。因此期权买方所面临的风险也较大。仅有股票价格的上涨是不够的，其增幅必须足以抵消时间价值的衰减，股价高于交割价格的部分超出支付的期权费总额。

你可以购买时间价值较小或不含时间价值的看涨期权。但是，为此需要选择接近到期日的看涨期权，这就意味着你仅有较短的时间等待股票增值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例题：5 月的第二周，5 月到期交割价为 50 的看涨期权的价格是 2，对应股票的价格为每股 $51 5/8（价内 1 5/8 基点）。你购买了一份该种看涨期权。你希望在第三周（下星期）的星期五，对应股票的价格会上涨。如果股价上升 1 个基点，你将会获利。由于时间较短，你实现利润的机会也有限。但是如果能够实现利润，利润与股票价格的变动将是接近一美元对一美元的关系。因此，如果股价上涨了 3 个基点，你将能够在 1 至 2 天内使投资翻倍。当然，如果股价将下降 2 个基点以上，该期权将没有价值。

到期前时间越长，期权费中的时间价值就越大——为保持期权价值，就需要对应股票的价格上涨越大。对于买方而言，时间和时间价值之间的联系非常重要。请参见图 3.3。

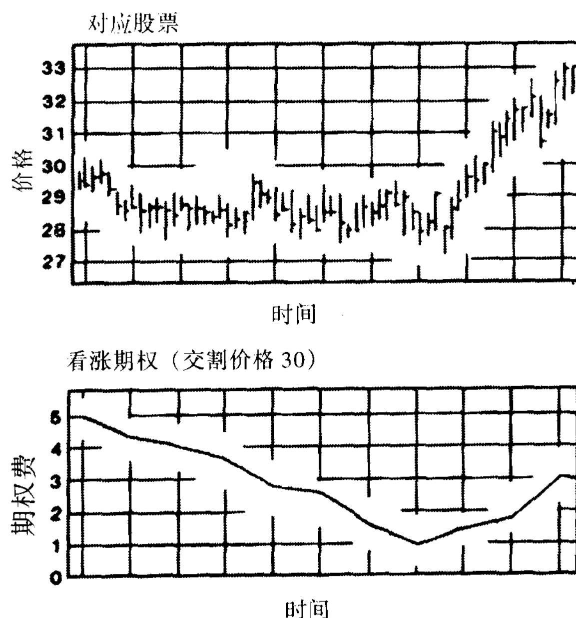


图 3.3　看涨期权时间价格的衰减相对于对应股票价格的变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例题：你购买了一份交割价格为 30 的接近平价的股票期权，期权费为 5。你的优势在于距到期尚有 8 个月。6 个月内，对应股票的价格保持于接近交割价格的水平，但是期权费——全部或大部分是时间价值——已经下跌。突然，股票价格上升至每股 $33，但是由于大部分时间价值已经消逝，现在期权价格仅为 3，你亏损 $200。

通过购买看涨期权获取杠杆效应——以相对较少的投资控制某种股票的 100 股份——为获取巨幅利润创造了潜力。但由于时间价值随着到期日的逐渐临近而衰减，风险也较大。即使掌握最好的时机，进行了完善的分析，也很难持续通过购买看涨期权，期望股价在一段时间内上涨而获利。

目标 2：控制风险

购买看涨期权仅需投入有限的资金，这减少了风险。当股票价格跌幅较大时，股票持有人的潜在风险要大得多。

例题：两个月前，你购买了一份看涨期权，并支付期权费 5（$500）。该期权应于本月到期，现在几乎没有价值，因为该股票的市场价格下跌了 12 个点——大大低于交割价格。你预计会损失全部投资 $500，但是，相比之下，股票持有人所持有的每 100 股份将下跌 $1200。你以 $500 的投资控制了 100 股份，意味着较少的资金暴露风险，你的损失仅限于 $500。但是你的劣势在于，股票持有人可以有充足的时间等候股票价格的反弹，哪怕需要几年的时间；但是如果到期前股票价格未能反弹，你就会承担亏损。

假定你购买了看涨期权，预期股票近期内会升值。但是如果你的判断失误，你的损失将仅限于期权费。但是时间因素影响了期权控制风险的功能，你只在期权有效期中受益，而期权总是会到期的。股票持有人有更多的资金暴露于风险之中，但是不用担心会到期。如果仅仅为了控制风险而购买看涨期权没有意义，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也是杠杆效应的一种副产品。

目标 3：计划未来买入

当持有看涨期权时，如果你已决定执行期权，你就已经固定了未来的购买价格。看涨期权的这种用途超出了单纯的投机。

例题：近期市场价格严重下跌。你一直关注于某公司并跟踪其股票价格，其通常的交易区间处于每股 $50 至 $60。你希望以当前的低价位购入 100 股份，现在该股票的交易价格为每股 $39。你相信市场逆转时，该股票将很快突破该价位。现在你没有 $3900 用于购买 100 股份，但 6 个月后将有足够的资金。你不能确定这 6 个月内会发生什么情况，但是你预计市场将会反弹，你可以采取的一种策略就是购买看涨期权。

为固定价格，你可以在市场低迷时购入看涨期权，决定当拥有足够的资金时执行期权。交割价格为 40 的看涨期权的当前售价是 3（$300），你在该价位买入一份期权合约。6 个月后，股票价格上涨至每股 $58，期权到期前价值 18。

本例中，期权买方有如下选择：或者以 18 的价格出售该看涨期权，立即实现利润 $1500；或者执行期权，以每股 $40 的价格购买 100 股份。如果你追求长期增长并喜欢持有股票的永久性价值，这就是使用期权的一种方式——在认为股票价格出乎意料地低时，购入看涨期权，如果股票价格上升，执行看涨期权。

这种策略的优势在于你的投资有限。如果你的判断错误，股票价格持续下跌，你的损失仅限于期权费。如果你的判断正确，就可以在履约时以低于市场价格的交割价格购入 100 股份。

目标 4：保证利润

购买看涨期权的最后一个原因是保护股票投资中的空头头寸。大多数投资者购买股票希望未来增值，并且在某个价位售出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以获利。另一些投资者认为股票价格会下跌，他们出售股份持有空头头寸。如果判断正确，股价下跌，他们可以通过平仓获利。

例题：一位投资者在某股票市场价格为每股 $58 时卖空 100 股份。1 个月后，该股票价格下跌至每股 $52。他平仓后——买入 100 股份——并实现利润 $600。

卖空方的风险基本上是无限大的。如果他的判断错误而市场价格上升时，他只能以高于其进行卖空交易时的市场价格的价位买入 100 股份平仓。为保护自己免于承受太大风险，卖空方可以买入看涨期权。

例题：当某股票市场价格为每股 $58 时，一位投资者卖空 100 股份。同时，他买入一份交割价为每股 $65 的看涨期权，支付期权费$^{7}/_{8}$（$87.50）。由此，其风险就不是无限大了。如果股票的市场价格上升，高于每股 $65，看涨期权就可以对空头头寸起到保护作用。现在，风险仅限于 7 个基点（空头出售价格 $58 与看涨期权的交割价格 65 之间的差额。）

本例中，一份深幅价外的看涨期权价格非常便宜，但是却给空头卖方提供了一种形式的保险。当然，该种保险仅在看涨期权到期前有效。因此，空头卖方需要确定是执行看涨期权，购买股票轧平头寸，以后不再进行保护，或是以后再买入另外一份看涨期权持续担保。通过购买看涨期权，空头卖方可以减小并控制风险，但同时也减少了其潜在利润。支付的期权费可以看作保险的费用。正像每个人购买任何形式的保险时都需要将成本和所能得到的保护进行比较一样，空头卖方也需要比较其成本和风险。

例题：一位空头卖方支付期权费 2 购买所需要的看涨期权，有效期为 8 个月。如果对应股票价格下跌了 2 个基点，他通常会出售股票并获利。但是由于他以购买看涨期权的形式支付了保险费，在该价位他只能达到盈亏均衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖空的利润	$200
购买看涨期权的损失	-200
净利	$0

看涨期权在卖空方控制风险的策略中发挥重要作用。卖空方也可以从卖空策略中获取部分利润。股票价格下跌时，卖空方所获取的利润将递补期权费成本。如果股票价格上涨，享有看涨期权的保护可以节省数千美元。

例题：一位投资者以每股 $58 的价格卖空某种股票的 100 股份，同时买入交割价为 65 的看涨期权，支付期权费 2（$200）。两周后，对应股票的市场价格因为并购的传闻大幅上涨，升至每股 $75。卖空策略当前亏损 $1700（股票以每股 $58 的价格出售，但当前市价为每股 $75）。同时，该看涨期权的内在价值为 10（$1000），期权费中还应包括剩余的时间价值。为轧平头寸，投资者可以执行看涨期权，仅支付股票出售价格（$58）与期权的交割价（$65）之间的差价。如果没有购买该看涨期权，亏损将超过 $1000。

定义利润区间

不管你的投资组合中采取何种投资策略，都需要认识到获利条件和你将承担的潜在亏损的范围。你需要理解盈亏均衡价格、利润区间和亏损区间。请参见图 3.4。



盈亏均衡价格——又称为盈亏临界点。使期权投资者达到盈亏均衡的对应股票的价格。（对于看涨期权买方，盈亏均衡价格是交割价加上期权费成本；对于看跌期权买方，盈亏均衡价格是交割价减去期权费成本。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

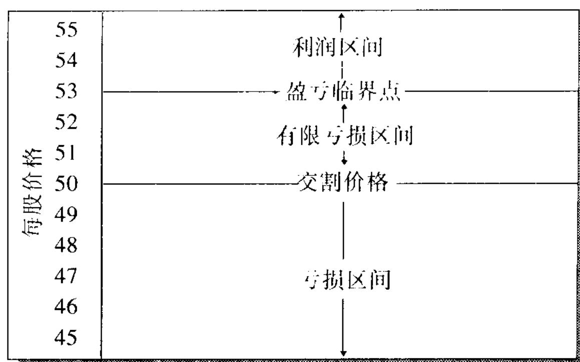
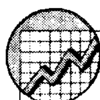


图 3.4　看涨期权的利润区间和亏损区间



利润区间——使期权投资者实现利润的对应股票的价格区间。（对于看涨期权买方，利润区间指盈亏临界点以上的价位。对于看跌期权买方，利润区间指盈亏临界点以下的价位。）



亏损区间——使期权投资者承受亏损的对应股票的价格区间。（期权买方所承受的亏损有限，期权费成本将是最大亏损。）

例题：你购买了一份看涨期权，交割价为 50，期权费是 3（$300）。为达到盈亏临界点，到期前，对应股票的价格必须是多少呢？为获取利润，股票价格应达到多少呢？股票价格在什么价位你将承受亏损呢？

本例中，如果到期时期权仍处于价外，你将会承担亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于你支付的期权费为 3，如果对应股票的价格比交割价格高 3 个基点或以下，亏损将是有限的；该期权将会具有一些内在价值，但是尚不足以盈利。如果到期时股票价格是每股 $52，期权价格将是 2，比你所支付的期权费低 1 个基点。如果股票价格为每股 $53，你将达到盈亏临界点（不考虑经纪人佣金）。当股票价格高于每股 $53 时，你将处于利润区间。

确定盈亏临界点、利润区间和亏损区间，可以帮助你更好地确定目标，明确潜在利润和亏损的范围。图 3.5 表示了一个购买看涨期权的例题，确定了其利润和亏损区间。此例中，投资者支付期权费 2（ $200）购买了一份 5 月到期的交割价格为 40 的看涨期权。为从该策略中获利，对应股票的价格必须高于交割价格加上期权成本（40 加 2）。因此每股 $42 的价格是盈亏临界点。即使买入看涨期权将在几个月内到期，你也应该预先知道你所承受的风险和价格需要变动多少基点才能获利。

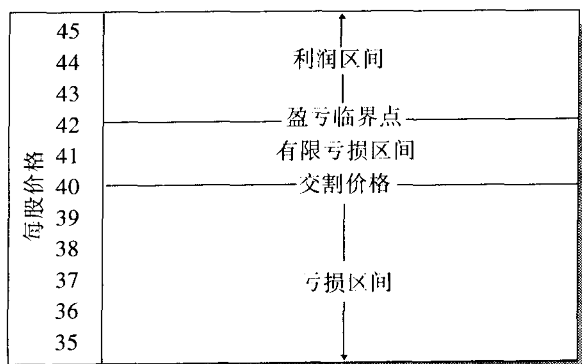


图 3.5　购买看涨期权的利润与亏损区间示例

例题： 你一直关注某种股票，有意购买与其相关的看涨期权。当前，你可以 2（ $200）的价格购买一份交割价格为 40 的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看涨期权。股票的市场价格为每股 $38，价外 2 个基点。在决策是否购买该看涨期权时，你认识到如要盈利，自现在至到期，股票需要上涨高于 4 个基点——上涨 2 个基点达到交割价格，2 个基点负担期权成本。如果到期前股票价格确实上升 4 个基点以上，期权将突破盈亏临界点而获利。记住，当买入时所有期权费均为时间价值时，股票价格必须上涨至交割价格以获得内在价值，以后必须继续上涨更多基点以补偿期权成本。由此，你可能会得出结论购买该看涨期权所需承担的风险较大。

例题：你所关注的另一种股票的当前的平价期权售价为 1（$100），两个月到期，该股票价格比盈亏临界点只低 1 个基点（由于期权成本）。考虑到这些因素，你可能会认为购买该期权较为合适。

第一个例题中，盈亏临界点距当前价格为 4 个基点，期权费为 $200。第二个例题中，股票价格只需上涨 2 个基点就可以获利，而期权价格仅为 1。同时，其潜在亏损仅为 $100，是第一个例题中的风险的二分之一。

投资 $100 与投资 $200 所获取的利润可能是一样的。初始期权费成本并不能用于判断潜在的利润；通常期权费水平是具有迷惑性的，更为全面细致的分析将会显露真实的潜在风险/收益。

在购买任何期权之前，你也应该分析对应股票的特征，包括价格、派息率、价格波动率和其他总体表现股票的安全性和稳定性的特征。如果股票本身实力较弱或难以琢磨，分析购买与其相关的期权是否可行也没有意义。至少，你应从近期的股票走势分析该股票价格相对于市场的整体走势如何变动。更进一步说，期权投资是不能独立于对应股票之外进行分析的，期权的真正价值和潜在利润是和对应股票的未来表现紧密相关的。

在确定期权投资时机是否合适时，你也需要评估整个的股票市场。例如，你是否认为市场现在上涨速度过快，可能会有所调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整？为此，你可能会延迟买入期权的时机，或者有意于买入看跌期权。问题在于所有这些判断都只是个人观点，没有人真正知道市场将会如何变动，你的观点也可能是错误的。买卖的整个过程基于时机和判断。请参见第六章中对于股票选择的进一步阐述和讨论。

在对股票和期权进行分析之外，你还需要控制期权投资的时间因素。你所持有的期权将会在几个月内到期，这意味着你只有非常有限的时间等待期权的价值增长。期权的任何时间价值随着到期将会衰减殆尽，需要由对应股票本身价格的上涨来补偿。

下一章，将深入分析和阐述购买看跌期权的策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

购买看跌期权

看涨期权的买方获取购买对应股票的 100 股份的权利，而看跌期权买方获取的权利与此相反：出售对应股票的 100 股份，并为此支付期权费。交易另一方是看跌期权卖方，承诺如果买方要求履约，他将以特定的交割价格购买对应股票的 100 股份。

作为看跌期权买方，你不久后可以有如下选择：可以在到期前出售该看跌期权；执行该期权并以交割价格出售对应股票的 100 股份；或者放弃执行该期权，待其到期。

持有看跌期权并不意味着你有义务出售 100 股份，该决策完全取决于你，是一项权利而不是义务。但是，当你决定执行期权时，卖方必须承担责任。看跌期权买方作出决策所依赖的条件与看涨期权买方相同，大致如下：

√ 对应股票价格的变动及该变动对看跌期权价格的影响；

√ 购买看跌期权的动机，及当前的市场状况是否符合要求；

√ 对风险的态度，愿意等待至到期看发生什么变化，或者希望获取当前确定的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理解看跌期权有限的有效期限

看跌期权可以单纯用于投机。如果你认为对应股票价格近期将会下跌，你可以选择卖空股票、出售看涨期权或是买入看跌期权。作为看跌期权的买方，你希望股票价格下跌，与看涨期权买方的愿望相反。从该种意义上说，可以认为看涨期权买方乐观而看跌期权买方悲观。

卖空股票是预期股票价格将会下跌的投资者可以采用的策略。如果预期正确，卖空方可以以低于空头交易的价格买入同样数量的股票以轧平头寸。卖空方从经纪公司借入股票之后卖出，经纪公司要求空方存入价值相当于部分股票市场价值的抵押品。如果股票市场价格升高，经纪公司要求存入更多的资金。

卖空方所面临的风险是股票的市场价格的全额。卖空方需要在经纪公司存入抵押款项并对借入股票的市值支付利息。因此空方所面临的风险甚至比购买股票更大：风险几乎是无限的，因为股票的市场价格可能上升至任何价位。优势在于卖空方不需要像期权投资者一样担心到期。

由于面临无限大的风险，卖空是一种风险非常大的投资策略。卖空方希望从价格下跌中获利。但是如果时机有误，股价上升，卖空方将会承担损失。

出售看涨期权的结果相同，投资者需要面临同样的市场变动。但是，看涨期权的卖方可以通过持有对应股票的 100 股份而保护该短头寸。如果售出的看涨期权被执行，卖方可以将持有的 100 股份售出。出售看涨期权与卖空有许多相似之处，但是风险相对小得多。出售看涨期权将在下一章中做详细介绍。

预期股票价格下跌的投资者的最后一种策略就是购买看跌期权。其风险在某些方面与出售看涨期权有相似之处。时间是不利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因素，临近到期日时时间价值逐渐衰减。如果股票价格下跌，但幅度不足以抵消时间价值的衰减，你可能只会达到盈亏临界点或承担有限损失。如果股票价格上涨使期权成为价外，该看跌期权到期时将没有价值。不过，你所面临的风险也仅限于期权费的损失。与卖空或出售看涨期权不同，买入看跌期权可以限制风险。

下面对不同的股票市场与期权策略进行比较：

你预期市场将会：

	上涨	下跌
股票策略	买入股份	出售股份
期权策略（多头）	买入看涨期权	买入看跌期权
期权策略（空头）	出售看跌期权	出售看涨期权

例题:在过去的几个月,你一直关注一种特定的股票。你认为其价格过高,不久价格将会下跌。因此,你指示经纪人卖空 100 股份。几星期后,股票价格下跌了 8 个基点。你再次指示经纪人买入 100 股份以平仓。由于当前价格低于出售价格,你获利 $800。

例题：上个月，你以每股 $59 的市场价格卖空某种股票。当时，你认为股票价格过高将会下跌。但是，几天后有公司竞标以每股 $75 的价格买回股票，股票价格立即上涨至每股 $73。如果你此时平仓，将损失 $1400（初始售价与当前市价之间的差额）。如果该竞标价格被接受或者由于其他原因，股票价格继续上涨，你将承受更大的亏损。

例题：你预期某特定股票的价格将会下跌，因此出售一份看涨期权，收取期权费 4($400）。如果你的判断正确股票价格确实下跌，该看涨期权的价格也会下跌，你可以选择以低价买回平仓，或者等待到期——只要该股票的市场价格持续低于交割价格——该期权将没有价值。

例题：你预期某特定股票的价格将会下跌，但是你不想出售看涨期权，担心承受较大的潜在亏损。你只希望持有在险投资几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

百元，因此，你购买了一份看跌期权，支付期权费 3（$300）。如果你的预期正确该股票市价果然下跌，对应股票价格下跌 1 元，该看跌期权的价格将上涨 1 元（处于价内时）。如果判断错误，股票价格上涨，你将承受亏损。

当你购买看跌期权时，可以由对应股票的市场价格下跌获利，并避免与短头寸相关的风险。当卖空股票或出售看涨期权时，你将暴露于潜在的巨大亏损之下，通常潜在的较小收益不足以补偿承受的风险。购买看跌期权可以使你获取潜在收益，同时仅承受有限的风险。

承受有限风险是购买看跌期权策略的优势，但是，看跌期权——正如所有的期权一样——将仅存在有限的时间。如果该策略可以获利，对应股票的价格变动必须发生在到期之前——不仅仅是价格变动，必须是足够大幅的价格变动以抵消时间价值的衰减并产生利润。因此对于看跌期权的买方而言，你在有限的时间内承受有限的风险。

认识潜在利润仅是看跌期权买方获得成功的必要条件的一部分。你还需要认识风险，并预先明确为获取所需的利润，对应股票的价格需要变动多大幅度。许多投机者购买的看跌期权具有较高的时间价值，若要获利，需要股票价格下跌较多的基点。如果股票的价格比较稳定，获利的机会就大大降低。

只有当你认识到风险，并熟悉对应股票的历史价格走势时，才适于购买看跌期权。你也要作好损失全部期权费的思想准备。你必须明确认识到：购买期权是一种风险性投资，只有当你有能力承受亏损时才能购买。

例题：一位投资者可以将 $600 用于投资，她认为市场整体价格将在近期内下跌。但是有一个问题：她不能承受亏损 $600 的风险，因为这是她的全部积蓄。她用全部资金购买了两份期权费为 3（$300）的看跌期权。市场确实像她所预期的那样下跌，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是她所购买的期权的对应股票价格保持稳定，该期权逐渐失去时间价值。在临近到期日时，该看跌期权每份价值仅为 1，她售出，收取 $200。

该投资者对于市场的预期正确：价格下跌。但是该看跌期权没有盈利是因为特定股票的价格没有跟随市场大势运动，因此该期权未能在有限时间内获利。另外，由于该投资者不能承受亏损 $ 600，这个投资策略也并不适合于她。她没有分析购买看跌期权的市场可行性。尽管她关于市场走势方向的判断是正确的，但仅有该点是不足以制定投资决策的。她仅看到了潜在盈利的可能性而没有充分考虑到潜在的亏损。她也没有认识到在下降的市场中特定股票的实力和抗跌能力，而这是选择实施特定策略的正确股票的必要因素。

事实上，这种经历也较为普遍。由于多种原因，期权投资可能没有获利——并不是由于投资者对市场的理解有误，而是由于没有充足的时间，特定的环境不合适或者没有完全理解买入期权的含义。

如果你正确认识了风险并且有能力进行投机，购买看跌期权可以在你的投资组合中占据一席之地。但是，也不能投资比例过重，因为对于期权投资，你不仅要理解期权，还需要对股票本身和市场总体有正确的理解。

例题：一位经验丰富的投资者持有分散化的投资组合。他投资于不同行业的几种股票，两种投资基金的份额和部分房地产。他已从事投资好几年，充分认识到各个不同市场的风险。他着眼于长期投资，并以此为目标认真选择股票。短期价格走势对他的影响不大。在该投资组合之外，他还有几百美元资金可用于投机。因此他购买看跌期权，选择他认为最有可能下跌并获利的股票。

该投资者理解了长期投资和短期投机之间的差别。他有投资组合作基础并对市场有深入的认识。他有能力承受损失，因为他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有专门的投机基金。对他而言，购买看跌期权是一个合适的选择。独立于长期投资之外的独立资金，承担亏损的能力，对于市场的理解，对股票的正确选择，均增加了该投资者成功的可能性。

判断看跌期权

对于所有的期权买方，时间均是不利因素。不仅是期权将在几个月内到期，衰减的时间价值也会抵消部分内在价值。

你可以选择低价看跌期权——价外期权——但是这意味着，获利所需的价格下跌幅度应更大。你也可以选择价内期权，这意味着，如果股票价格上涨 1 个基点，你将承受 1 个基点的亏损。

例题：你购买了一份看跌期权，支付了期权费 5（$500）。当时，股票的市场价格比交割价格低 4 个基点，即价内 4 点。（对于看涨期权，“价内”表示对应股票价格高于交割价，对于看跌期权则相反。）到期时，股票价格上涨 $4\frac{1}{2}$个基点，期权价值仅为 $\frac{1}{2}$（$50），时间价值衰减为 0，你在到期前最后一天售出，亏损 $450。

例题：几个月前，你购买了一份看跌期权，支付期权费 $\frac{1}{2}$（$50）。当时，股票的市场价格比交割价格高 5 个基点（价外）。到期时，股票的市场价格下跌了 $5\frac{1}{2}$ 基点，即价内 $\frac{1}{2}$ 基点，价格亦为 $\frac{1}{2}$（$50）。当你购入看跌期权时，其价格中不含内在价值，只有小额的时间价值；到期时，时间价值衰减为 0，仅有内在价值 $\frac{1}{2}$ 基点。你没有获取利润，由于净价值没有变化；事实上，你将损失开立和轧平头寸的佣金费用。

问题并不仅限于判断对应股票价格变动的正确方向，尽管许多期权投资新手认为这是唯一的原因。最重要的是，股票价格应在有限时间内变动足够大的幅度以抵补时间价值的衰减，使内在价值能够抵补初始成本和经纪人佣金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些投机者惯于在期权市场中寻找便宜期权，他们认为购买便宜期权优于购买高价期权。这种认识并不总是正确的，一些期权之所以便宜就在于获利机会较小。在比较期权（和其他投资）的价格时，质量也是应该考虑的因素。一些期权价格较低，但是质量也较差，这意味着获利的机会也相对较低。所有的期权购买方都应该考虑特定期权价位较低的原因。低价格可能反映了期权的真实价值。

例题：上星期，你购买了一份平价看跌期权，支付期权费 6（$600）。你认为股票定价过高有可能会下跌。两天后，股票价格下跌 1 个基点。当时，你售出期权收取 $700。这意味着你在两天内获得的投资回报率是 16.7%。

设定目标对于看跌期权买方就像对看涨期权买方一样重要。要坚持既定目标，不能过于贪婪。上例中，投资者在价格变动 1 个基点之后就平仓，回报率较高。如果由于希望获取更高利润而迟疑就可能承受较大的亏损。设定标准为你提供了目标，一旦达到该目标就应立即平仓。

例题：上个月，你买入一份看跌期权，并支付期权费 4（$400）。当时，你决定为自己设定几个目标。第一，如果该看跌期权的价格下跌 2 个基点，你将售出并承受 $200 的亏损；第二，如果看跌期权的价格上涨 3 个基点以上，你将立即售出获利。你决定可以承担 50% 的亏损，获取 75% 的利润时平仓。如果该两个条件都没有满足，到期时不管处于什么价位，你均将出售该看跌期权。

如果你计划通过购买期权获利，设定目标是唯一的途径。太多的投机者掉进了一种永远不可能赢的陷阱，就是因为他们未能为自己设定投资标准。

例题：上个月，你买入一份看跌期权，支付期权费 5（$500）。你的计划是如果期权价值上涨 2 个基点以上就售出期权。购买 1 个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

星期以后，股票市场价格下跌，看跌期权价格上涨至 8（$800）——增加 3 个基点。你没有售出，因为你认为对应股票价格可能持续下跌，使得该期权价格进一步上涨，你不愿损失未来利润。第二周，股票价格上升 4 个基点，该看跌期权损失 4 个基点。你丧失了获利的机会。

掉入这种陷阱的投机者发现，在任何情况下获利或减亏都非常困难。当期权价格较买入价格升高时，他们因为担心错过更多的盈利而没有卖出；当期权价格下跌时，他们认为坚持就可以等到期权价格回复初始水平。抱着这样的心态，他们什么时候才能出售呢？

失去的机会可能不会重来，期权投资者往往没有第二次机会。获取潜在利润和止损的机会没有把握住就可能永远丧失。

例题：上个月，你购买了一份看跌期权，支付期权费 6（$600）。你决定如果价格上涨或下跌 2 个基点或更多，均售出该期权。几个星期以后，股票市场价格上涨，看跌期权的价格下跌至你的既定目标水平。然而，你犹豫了，希望等待价格反弹。截至今天，股票价格已经上涨了 5 个基点，现在你投资的 $600 仅值 $100。

即使对应股票最终果然下跌，时间也是不利于你的因素。价格反弹所需要的时间越长，你损失的时间价值就越大。3 个月内，股票价格可能下跌了 1 或 2 个基点，在这种情况下，期权的时间价值转换成了内在价值，净变动价值为 0。可能永远也不能回到你可以接受的最小亏损水平，所以应该把握住出现的机会。

时间价值是看涨期权买方同样需要面对的问题。不管需要价格上涨或是下跌，时间均是不利因素，价格的变动所产生的内在价值必须抵消时间价值的衰减加上初始支付的期权费。图 4.1 概括了对应股票价值和时间价值的关系。

例题：你购买了一份交割价格为 30 的看跌期权，支付期权费为 5（$500）。在购买日和到期日之间，对应股票的价格一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

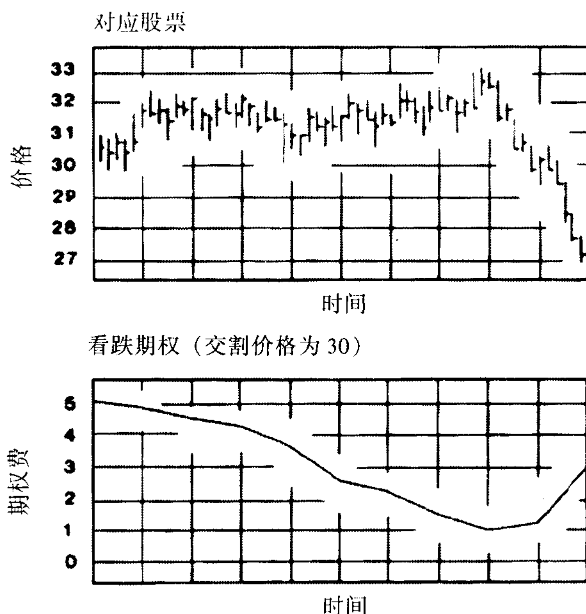


图 4.1　看跌期权的时间价格衰减与对应股票价格的比较

度上升，高于交割价格，但随之下跌至 27，即价内 3 个基点。如果你在到期日出售该看跌期权，因为时间价值的衰减，你将亏损 $200。尽管对应股票处于价内 3 个基点，其价格变动不足以产生利润，如果要获利，对应股票必须在价内 5 个基点以上。

对应股票的价格价外越多，该期权的价格就越低廉——同时获利潜力也越低。这种关系并非矛盾的，而是符合逻辑的。与此类似，对应股票价内越多，期权价格就越高昂——因为你需要支付时间价值和内在价值。

如果你购买一份价内看跌期权而对应股票价格上涨，对应股票价格每上涨 1 个基点，你将损失 1 个基点的期权费——只要该期权保持价内——出于同样的原因，股票价格每下跌 1 个基点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该看跌期权的价格也将上升 1 个基点。

不管你倾向于购买期权费较低的价外期权，或是期权费较高的价内期权，都需要注意对应股票的当前市场价格和交割价格之间的差额点数。对于价外期权，点数相差越大，你所承受的风险就会越大。

为减小该风险，可以将你的投机限制在股票价格与交割价格相差 5 个基点的期权交易之间。当你将期权费与到期前的有效时间进行对比，知道股票价格需要变动多大幅度才能获取短期利润时，你就会看出这看起来较小的差额区间实际上意味着多么大的差距。如图 4.2 所示，你应尽量避免购买深幅价内和深幅价外的看跌期权。深幅价内的看跌期权过于昂贵，深幅价外期权与交割价格差距太大而很难保证获得利润。

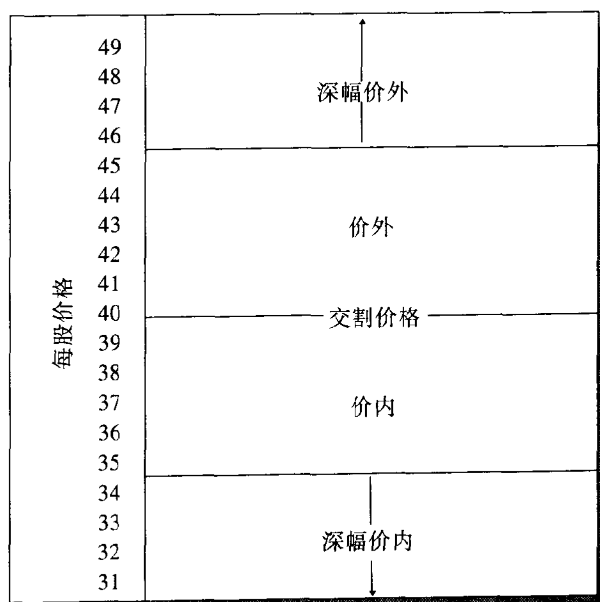


图 4.2　看跌期权股价的深幅价内/价外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制定目标并坚持实行。考虑期权费、时间价值和内在价值的混合、到期前的有效期间、对应股票的价格变动、财务实力、稳定性和其他特征。不要犯投机者们最常见的错误：仅仅依据期权费水平和有效期间选择看跌期权。请综合考虑，切记期权与对应股票之间的必然联系。对应股票的变动率和投资大众对该公司的态度将决定你所购买的期权从购买至到期期间的表现。

建立目标

购买看跌期权的原因有三种。第一，纯粹的投机：希望在短期实现可观的利润。第二，预期股票价格下跌时，购买看跌期权而非卖空股票，可以降低风险。第三，购买看跌期权可以作为防止所持有股票的市场价格下跌的一种保险措施。

目标 1：获得杠杆效应

大多数购买看跌期权的投资者都希望通过杠杆效应获利。在可支配资金有限时，通过看跌期权获利的潜力大大高于卖空股票，风险亦是有限的。下例是杠杆效应在看跌期权投资中的作用：

例题：某种股票的当前市场价格是每股 $ 60。如果你卖空 100 股份，该股票的市场价格下跌 5 个基点，你轧平头寸可以获利 $ 500。在认为股票价格将下跌时，你可以不卖空而是以每份 $500 的价格买入 12 份看跌期权（总金额 $6000），由此你的潜在利润将大大增加。股票价格下跌 5 个基点将会产生 $6000 的利润——回报率为 100%——假设在此不考虑时间价值下跌的因素。

本例中，假设采用卖空与购买看跌期权两种策略时，股票价格变动相同，你均可以投入 $6000 资金。当然，现实中，这些假设不会总是适用，但是，本例说明了购买期权所产生的杠杆效应比卖空股票的获利潜力更大，但也会产生相对较高的风险以及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间价值与临近的到期日等不可避免的问题。

如果你的资金较少，你也可以考虑运用杠杆效应。

例题：你购买了一份交割价格为 60 的看跌期权，期权费为 5($500）。该股票的当前市场价格是每股 $60（平价）。你通过比较购买看跌期权与卖空股票的潜在风险和收益制定该策略。如图 4.3 所示，两种策略中，对应股票的市场价值下跌 5 个基点都会产生 $500 的收益（为便于比较，假设价格立即发生变动，不考虑时间价值的可能下跌）。

	股票（1）		看跌期权（2）	
	盈亏	回报率	盈亏	回报率
价格下跌 5 个基点	$500	8.1%	$500	100%
价格下跌 1 个基点	$100	1.6%	$100	20%
价格保持不变	0	0	0	0
价格上升 1 个基点	－$100	－1.6%	－$100	－20%
价格上升 5 个基点	－$500	－8.1%	－$500	－100%

（1）以每股 $62的价格卖空股票（$6200）

（2）交割价格为每股 $60，期权费为 5（$500）

图 4.3 回报率：卖空与购买看跌期权策略的比较

由于卖空需要存入一笔相当于对应股票部分价值的款项并对借入的股票支付利息，卖空方像期权买方一样也存在一个时间问题。当期权买方在考虑衰减的时间价值和到期日的临近时，卖空方也需要支付利息——将减少未来利润——同时，双方都面临股票价格上涨而非下跌的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在本例中，股票价格下跌 5 个基点，卖空股票者的回报率为 8.1%，而看跌期权买方的回报率为 100%。基于该差异，我们对双方的风险进行比较。由于股票的市场价格可能上升，卖空方所面临的风险无限。看跌期权的买方限制在期权费投资的 $500 之内。对应股票的价格下跌 1 个基点，卖空方获得的回报率为 1.6%，而看跌期权买方的回报率为 20%。

也可以在相似的基础上比较亏损。当卖空方出售的股票价格上涨时，可能出现可观的亏损。但是看跌期权的买方的亏损额严格限制于所支付的期权费。大多数看跌期权买方从未想过执行期权。如果看跌期权价值上升，期权持有者最可能采取的行为是以较高的价位出售该期权并获利。

目标 2：控制风险

通过购买看跌期权进行投机有可能在很短时间内使投资翻倍。杠杆效应一方面可以增大风险，另一方面可以降低风险。

杠杆效应增加风险是因为你可能损失全部投资金额。投资于购买看跌期权的资金越多，你的获利或亏损就可能越大。

例题：你近期购买了一份看跌期权，支付期权费 4（$400）。随着到期日的临近，股票的市场价格上涨，高于交割价格。如果到期你将损失全部的期权费 $400。时间不利于你。你明白股票的市场价格最终可能下跌至交割价格以下，但是在到期日前不一定会上涨，或不一定能上涨足够的基点使你从中获利。

与卖空股票相比，看跌期权投资的风险下降。如果股票价格上涨而不是你所预期的下跌，你所持有的看跌期权价值将会下跌。但是，如果你卖空股票，当你轧平头寸时，你需要补足价差。在平仓之前，你可能需要存入更多的存款并支付更多的利息，因为借入的股票的市场价值上涨。这些方面的考虑可能意味着你的成本将会大大超过你的预期。购买看跌期权策略的有限风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险是一个相当大的优势。

例题：一位投资者卖空 200 股份，该股票的市场价格为每股 \$45。随后，股价上涨至每股 \$52，担心价格进一步上涨，投资者平仓，其亏损 \$1400。如果该投资者买入看跌期权而非卖空，潜在亏损将限于支付的期权费总额。对未来价格进一步上涨的担心将不是一个考虑因素，至少不是评估额外亏损的因素。卖空方的风险无限，而看跌期权买方的亏损永远不会超过支付的期权费。

该优势表现为持有长头寸相对于短头寸的优势。尽管策略所适用的目标相同，风险却大不相同。有些投资者尽管认识到风险差异，但仍然喜欢投资于卖空胜过购买看跌期权。卖空投资的最大优势在于该头寸不会到期。只要投资者愿意继续对借入的股票支付利息，并且有能力保持在经纪人公司的存款账户，就可以一直无限期地保持其短头寸。

正如第三章的解释，可以通过购买看涨期权减小持有短头寸的风险。购买看涨期权可以有效减小股票价格上涨的风险，由于该上涨可以由看涨期权的期权费上升而抵消。但是，由于需要向经纪公司支付利息，并且为有效期较短的看涨期权支付期权费，该投资较为昂贵。为获取该种保护，卖空方必须承受每几个月重置看涨期权的风险，以新的看涨期权替代到期的看涨期权。购买看涨期权以保护短头寸的方式由于成本较大而不被看好，该策略获取利润所需要的对应股票的价格变动很大，使得投资者更倾向于选择购买看跌期权（或出售看涨期权）。

如果你认为某种股票的价格将会下跌，购买看跌期权可以避免在经纪公司存入款项并为借入股票支付利息。为获取杠杆效应的便利，你需要接受当股票价格上涨而非下跌时的亏损可能性。你还应承受时间的变动这个不利因素。你所持有的看跌期权将在几个月内过期，所有的看跌期权买方都有一个附加的不利因素，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

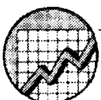
就是需要克服期权费中的时间价值。

目标 3：对多头进行套期保值

购买看跌期权并不总是单纯用于投机。一种非常保守的做法是对持有的每 100 股份，买入一份看跌期权以免遭受价格下跌的风险。如同看涨期权可用于保护空头免受价格上涨的损失，看跌期权可用于保护多头免受价格下跌的损失。当看跌期权用于这种形式的套期保值时，被称为联姻看跌期权，因为它与对应股票联系十分紧密。



联姻看跌期权——用于对多头进行套期保值的看跌期权（持有的每份看跌期权用于保护资产组合中的 100 股份对应股票。如果股票价格下跌，看跌期权的价格将会上涨以抵补该亏损。）



套期保值——使用一种头寸保护另一种头寸的策略（例如，买入一种预期将升值的股票，同时买入相同股票的看跌期权以避免因该股票的市场价格下跌而承受损失。）

每位投资者都应考虑价格的下跌。如果你购买的股票价格下跌，你可能会决定出售，因为认为下跌趋势将会持续；或者会继续持有，希望价格反弹。有时，一种股票从严重下跌中恢复可能需要几个月甚至几年；一些股票经历了严重的下跌后价格就不会再回到原来的水平。为免受价格下跌的损失，一些投资者购买看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌期权作为保护，这就是套期保值策略。当股票价格下跌时，可以执行看跌期权，以固定价格出售对应股票；或者以较高的价格出售看跌期权以弥补股票的较低价格。当执行看跌期权时，该行为称作要求卖方执行。



要求卖方执行——执行看跌期权并要求卖方以固定的交割价格购买 100 股份的行为。

例题：你持有某种股票的 100 股份，初始购买价格为每股 $57。你购买该股票是由于其价格波动性较大，潜在获利能力较大，面临的亏损风险也较大。为保护自己免受市场价格下跌带来的损失，你购买了对应股票的一份看跌期权。你支付 $100 购买了一份交割价格为 50 的看跌期权。两个月后，该股票价格降至每股 $36，该期权将近到期。该看跌期权的当前期权费价格为 $1400。

在这种情况下，你有两种选择：

1. 出售看跌期权获利 $1300。该投资的初始成本是每股 $58（购买价格每股 $57 加上看跌期权费 $100）。你的净成本是每股 $45（投入的 $5800 减去看跌期权的盈利 $1300），比当前市场价格高 9 个基点。出售该看跌期权，你仍然持有该 100 股份，如果未来该股票价格上涨至高于每股 $45，你将获利。如果没有该看跌期权，你的成本将比当前市场价格高 21 个基点。

2. 执行看跌期权，以每股 $50 的价格出售该 100 股份。此时，你的售价将低于初始成本 8 个基点，你将损失看跌期权费 $100 和股票投资损失 7 个基点。

不考虑本例中所做的选择，你在持有股票的同时购买看跌期权的结果将优于简单地持有股票。看跌期权提供了一定程度的保护。当股票价格大幅下跌时，持有看跌期权或者可以减少亏损，

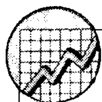
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或者可以使你以大大高于当前市场价格的价位售出股票。虽然仍会有亏损，但该损失将大大低于没有购买看跌期权的亏损。

两种选择——出售看跌期权或执行看跌期权——的最终结果均是亏损。本例的目的是说明看跌期权可用于减小风险，但是不能保证一定不产生亏损。另外一点需要注意的是并不是所有的股票都有对应的期权，该策略只能用于相应的期权在交易所公开交易的股票。

看跌期权在这种策略中提供下方保护，减少部分潜在利润——因为你必须支付期权费以获取保护。如果这是一种长期策略，你还需置换到期的看跌期权。投资于看跌期权期权费的资金将减少未来收益，因此只有当担心未来亏损较为严重，值得为此支付看跌期权的期权费时，该种策略才有用。

当股票市场价格上涨时，你的潜在亏损仅限于看跌期权的期权费。不管是执行该看跌期权或是出售，下方保护至少在看跌期权的有效期间，根据交割价格将亏损固定在一个可接受的水平。



下方保护——对所持有的每 100 股份购买一份相应的看跌期权。（在一定程度上防范了风险。对于价内期权，股票价格每下跌 1 个基点，看跌期权的价格将上涨 1 个基点。你可以在期权到期前出售看跌期权，以所获利润抵补股票损失，或者执行期权以交割价出售股份。）

例题： 近期，你以每股 $60 的价格购买了某种股票的 100 股份。同时购买了一份交割价为 60 的看跌期权，期权费为 3（$300）。投资总金额为 $6300。购买前，你分析了潜在利润和亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损，确定你的亏损应不会超过4.8%（支付的看跌期权费 $300，除以总投资 $6300）。你也认识到股票价格上涨 3 个基点或小于 3 个基点并不会产生利润。你的总投入是 $6300，所以只有当对应股票市场价格超过每股 $63 时才能获利。

对应股票的价格变动	盈利或亏损		净利润或亏损(3)	
	股票（1）	看跌期权（2）	金额	盈亏率
下跌 20 个基点	－$2000	$1700	－$300	－4.8%
下跌 5 个基点	－$500	$200	－$300	－4.8%
下跌 3 个基点	－$300	0	－$300	－4.8%
保持不变	0	－$300	－$300	－4.8%
上升 3 个基点	－$300	－$300	0	0
上升 5 个基点	－$500	－$300	$200	3.2%
上升 20 个基点	－$2000	－$300	$1700	27.0%

（1）以每股 $60 的价格购买股票
（2）看跌期权的交割价格为 60，期权费为 3
（3）总成本 $6300 基础上的回报率

图 4.4　下方保护：卖空与购买看跌期权策略的比较

图 4.4 简单表示了该分析结果。请注意，不管对应股票的市场价格下跌多么严重，亏损均不会超过投资总额的 4.8%（看跌期权的成本）。这是由于股票的市场价格每下跌 1 个基点，看跌期权的内在价值将上涨 1 个基点。只要期权没有过期，该结论均成立。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定义利润区间

为确定购买看跌期权这一投资策略是否适合于你，请注意分析潜在利润和潜在亏损。请特别关注为获利需要对应股票价格上涨或下跌多少基点，同时牢记期权距到期的剩余时间。

当采用看跌期权作下方保护时，将有限的亏损与潜在的利润进行比较有利于确定购买看跌期权策略的价值。当选择有效的投机工具时，有效期间和当前股票价值和交割价格之间的差异——以及时间价值——将帮助你确定值得承担的风险范围。

看跌期权的利润区间和亏损区间与看涨期权恰好相反，因为看跌期权持有者寄望于股票价格的向下运动，而看涨期权持有者预期价格的向上运动。请参见图 4.5。

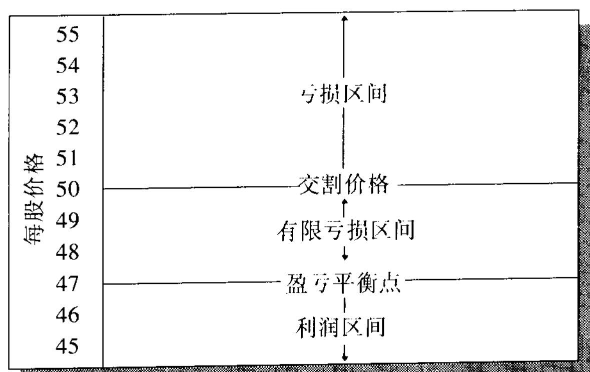


图 4.5 看跌期权的利润与亏损区间

例题： 你购买了一份交割价格为 50 的看跌期权，支付期权费 3（$300）。你的盈亏临界点是每股 $47。如果对应股票价格下跌至该水平，该期权将具有内在价值 3 个基点，即你初始支付的价格。在股票价格处于每股 $47 至 $50 之间时，你出售看跌期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权、亏损将小于等于3个基点。如果股票价格上涨高于每股$50，到期时该看涨期权将没有价值。

在购买看跌期权前，确定利润区间、亏损区间和盈亏临界点。考虑对于你将投资置于风险之下的资金，价格需要变动多少才能获利？需要多长时间？是否值得承担该风险？

图4.6显示了一个购买看跌期权的例题，确定了利润和亏损区间。本例中，你以3的价格（$300）购买了一份看跌期权，5月份到期，交割价格为40。执行该策略的结果与购买相同期权费和相同交割价格的看涨期权策略恰好相反。当对应股票的市场价格下跌至交割价格减去购买价格以下（40－3＝37），将获利，而且该价位必须在到期前达到。请记住以下原则：不要指望时间价值产生利润，自现在至到期，时间价值将逐渐衰减。如果看跌期权中对应股票的价格下跌点数小于你所支付的期权费的基点数，你将面临亏损。如同购买看涨期权一样，当购买看跌期权时，时间是不利因素，时间价值将在短时间内衰减为0。但是，你所承担的风险也限于你所支付的期权费的金额。

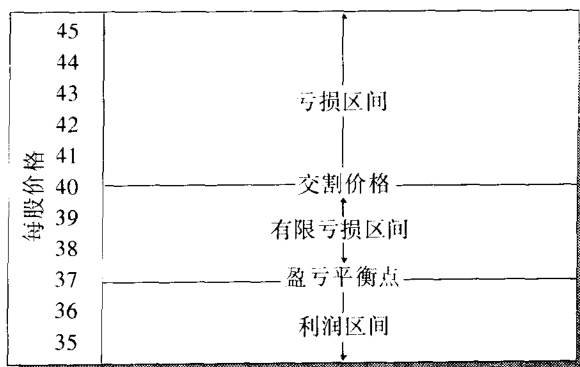


图4.6　购买看跌期权的利润与亏损区间示例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多投资者犯的错误在于没有为自己制定投资标准。应该制定计划，在达到预定的亏损水平时平仓止损，或者在达到特定的利润水平时出售期权。

在购买看跌期权时，请记住以下重要的几点评估要素：

✓ 购买动机（获取杠杆效应、降低风险或下方保护）

✓ 期权费和时间价值水平

✓ 距到期日的时间

✓ 对应股票的当前市场价格与交割价格之间的差异

✓ 获利所需要的价格变动点数

✓ 对应股票的特性（请参见第六章中选择适合于你的期权策略的股票）

以上要素确定了投资策略，是评估潜在风险和利润的有效工具。期权买方有可能获取显著的短期利润，但是也需要承受时间价值的衰减这一不利因素。

在期权交易中买方的对立方是卖方。与买方不同，时间的消逝对于卖方是有利因素，衰减的时间价值给出售期权带来了机会。临近到期时时间价值衰减，卖方由此获利而买方承担相应的亏损。下一章将阐述出售看涨期权的策略与风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

出售看涨期权

大多数人一般都按照特定的顺序投资。先买入证券，在以后的某一日售出。如果售价高于买价，就实现盈利。如果售价低于买价，就会亏损。但当你先出售看涨期权时，该顺序就会相反。

如果你购买一份看涨期权之后出售（请参见第三章），该交易就是以熟悉的方式进行的。本章将介绍先出售后买入的观念。持有短头寸的结果和持有长头寸相同：一旦买入和卖出交易以任何一种顺序执行，该头寸被轧平。如果买价低于卖价则获利，如果买价高于卖价则亏损。

当先出售期权时，你在交易开始时收取价款，将在买方要求执行后支付买价，如果期权到期时买方放弃执行，你就不用支付买价。如果以上听起来还不错的话，请记住持有短头寸也要承受特别的风险。本章将通过例题阐述解释这些风险。你将发现出售看涨期权的一些策略的风险非常大，另一些策略却非常保守。

相对于看涨期权的买方，所有看涨期权的卖方都有一些重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要的优势。前两章举了许多例题说明时间流逝对于期权买方的不利作用。时间因素代表了购买看涨期权的几乎全部风险。即使对应股票朝有利方向变动，也可能变动不足以获利。买方的劣势就是卖方的优势。

由于时间价值的衰减，买方将时间视为敌人。但对于卖方而言，时间是盟友。时间价值下降越大，期权空头方获利越多。在开立短头寸时，你希望持有可能的最高时间价值。记住买方寻求成本最低和可能的最低时间价值，而卖方寻求成本最高和可能的最高时间价值。你出售看涨期权时希望时间价值衰减，因为出售期权先于购买期权，所以你希望价格下跌，以后可以以较低的价格买入该期权平仓。

出售看涨期权时，你赋予了买方在到期前的任何时间，以特定的交割价格买入对应股票的 100 股份的权利，这意味着你将承受可能会以远低于市场价格的价位出售给买方 100 股份的潜在风险。

大多数投资策略具有特定的风险类型。任何采用该策略的投资者都应清楚地了解这些风险。大多数投资策略所涉及的风险特性是特定不变的。例如，买入股票和债券的风险在任何时刻都是一致的，有经验的投资者理解该风险并接受其一致性。但是出售看涨期权的策略可能是非常高风险的，也可能是非常保守的，有赖于策略如何执行。

出售未套头的看涨期权

当单独审视出售看涨期权时，确实是一种风险性策略。如果你出售看涨期权的同时未持有 100 股份对应股票时，你所承担的风险是无限的。事实上，这是风险最高的投资策略之一：空头，具有无限的潜在亏损可能性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空头赋予了期权买方以交割价格购买 100 股份的权利，当看涨期权被执行时，你需要以约定价格交割对应股份——不管当前的市场价格是多高。如果你当前没有 100 股份，并且出售了看涨期权，你就需要在期权被执行时以当前市场价格买入 100 股份并以交割价格售出，该两种价格之间的差异可能会很大。

例题：你出售一份看涨期权，开立了一个未套头的看涨期权空头寸。当时，对应股票的市场价格是每股 \$44。你以 5 的价格（\$500）出售了一份 4 月到期的交割价格为 45 的看涨期权，但是并未持有 100 股份。交易开立的第二天，经纪人在你的账户中存入 \$500（未考虑佣金）。在期权到期前，该股票价格猛涨至每股 \$71，买方要求执行该看涨期权。你将损失 \$2100（当前市场价格每股 \$71 减去交割价格 \$45，减去出售期权的收入 \$ 500）：

当前市场价格	\$7100
减：交割价格	-4500
减：看涨期权费	- 500
亏损	\$2100

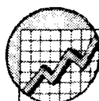
当你未实际持有 100 股份而期权被执行时，你将被要求以交割价格出售该股份。这意味着你需要以市场价格买入之后以交割价格卖出，因此在上例中出现了亏损。由于股票的价格上涨可能是无限的，所以每股的价格亏损也可能是无限的。

这种方式下出售看涨期权的风险最大。正因为如此，你的经纪人应该在你满足特定的条件之后才允许你出售看涨期权。这些条件包括：你的投资组合和经纪人账户中有足够的资金以承受高额亏损；经纪公司必须相信其可以通过出售你的其他证券以抵补亏损。经纪公司还应了解到你确实理解了该策略所承担的风险，并且你具有足够的经验在高风险市场中投资。

因此，经纪人将不允许你出售无限数量的看涨期权合约，除非对于每份看涨期权合约你持有相应的 100 股份。你和经纪公司

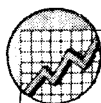
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能承担的潜在亏损限制了未套头的看涨期权的出售行为。经纪人对保证金的要求之一是你的投资组合包括股票、现金和其他资产。这种要求不仅适用于期权交易，还适用于卖空股票或最常见的使用借入资金购买证券。



保证金账户——开立于经纪公司的一种账户，须存入最低限额以上的现金和证券，为持有的空头寸或尚未付清的购买交易提供担保。

当你进入敞口的出售交易时，你被称为出票人（或卖方）。看涨期权出票人希望对应股票的价格持平或低于交割价格。如果确实如此，期权到期将毫无价值，出票人的利润将来源于时间价值的衰减（以及期权内在价值的减少）。看涨期权出票人的盈亏平衡点是交割价格加上出售看涨期权时收取的点数。



出票人——出售看涨期权（或者看跌期权）的人，同卖方。

如果看涨期权被执行，卖方还是有可能获利。例如，如果你以 5（ $500）的价格出售一份看涨期权，执行时对应股票的市场价格高于交割价格 2 个基点，期权卖方仍会获利 $300（收取期权费 $500，减去股票市场价格和交割价格之间的差额）：

收取的期权费	$500
减去：交割损失	- 200
利润	$300

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为出票人，你可以在期权被执行前的任意时刻购买该期权平仓，该买入抵消了售出并轧平了头寸。请记住，如果你是看涨期权的卖方，出售看涨期权而开立头寸，之后可以通过购入同样的看涨期权轧平头寸。如果时间价值衰减或者对应股票的价格下跌，或者同时发生，你都可以在轧平头寸时获利。有四种情况会使看涨期权的卖方轧平头寸：

1. 对应股票的价格下跌。期权的价格也会下跌，投资者获利了结。

2. 对应股票的价格持平，但是期权的价格由于时间价值衰减而下跌，投资者获利了结。

3. 期权价值保持稳定，由于时间价值的衰减与内在价值的上涨幅度相当，投资者为避免交割而平仓，不盈不亏。

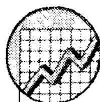
4. 对应股票价格上涨幅度较大，期权极有可能或肯定会被执行。投资者平仓，承担亏损，以免由于交割而可能承受更大的亏损。

例题：两个月前,你出售一份看涨期权,收取期权费 3（$300）。对应股票的市场价格持续低于交割价格，但是在你出售期权之后股价并未有太大变化。时间价值有了一定程度的衰减，现在你有如下选择：你可以简单地在低于出售价格的价位买入同样的看涨期权获利平仓；或者等候期权到期，所有的期权费均成为利润（需承受股票自现在开始可能会上涨的风险）。现在买入可以保证当前的利润，等候到期延续你的风险暴露，但是可能会获取更大的收益。如果你决定继续持有，你的盈亏平衡点是交割价格加上 3 个基点（在出售看涨期权时所收取的期权费）。

在任何时候你出售一份未持有对应股票的 100 股份的看涨期权时，该期权被称为一份裸露的期权或者未套头的期权。在持有裸露的头寸时你的风险将不仅仅限于到期时期权的状态。期权的买方有权在任何时刻要求履约，因此风险是持续的。大多数期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

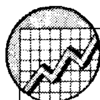
的履约发生在到期日前的最后一个交易日，但是作为卖方你不能不作好买方提前要求交割的准备。



裸露的期权——期权卖方出售期权以开立空头头寸时，并未持有对应股票的100股份。



未套头的期权——同裸露的期权，出售一份期权，但未同时持有对应股票的100股份提供套头或者保护。



裸露的头寸——投资者持有看涨期权空头时，对于售出的每份看涨期权并未实际持有对应股票的100股份。

例题：上星期，你出售了一份裸露的看涨期权，由于距到期还有4个月，当时你并不担心交割。但是，对应股票昨天成为价内，你的经纪人今天早晨给你打电话，通知你该期权被要求履约。你被要求以交割价格出售对应股票的100股份，你的期权头寸不复存在。

本例中你承担了亏损，因为你必须以当前市场价格购入股票并以交割价格售出。然而，你的盈利或亏损总额取决于你出售看涨期权时收取的期权费数额，以及对应股票的市场价格与交割价格之间的差异数额。如果该差异额低于你所收取的期权费，你将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获取有限利润。

你不能预测到是否会发生提前交割，因为买卖双方并不是一一对应的，该选择是随机的。期权清算公司充当每位卖方的买方，和每位买方的卖方。当买方要求履约时，交割指令随机指派给某位卖方。只有当你的经纪人电话或者信函通知你该期权被执行时，你才会知道。

若要出售看涨期权以获取利润，对应股票必须有以下两种表现之一：

1. 其市场价格必须持平或者低于期权的交割价格，时间价值衰减，该期权将无效到期。

2. 其市场价格必须保持于充分稳定的水平，由于时间价值的衰减，该期权可以以低于出售期权费的价格买回。

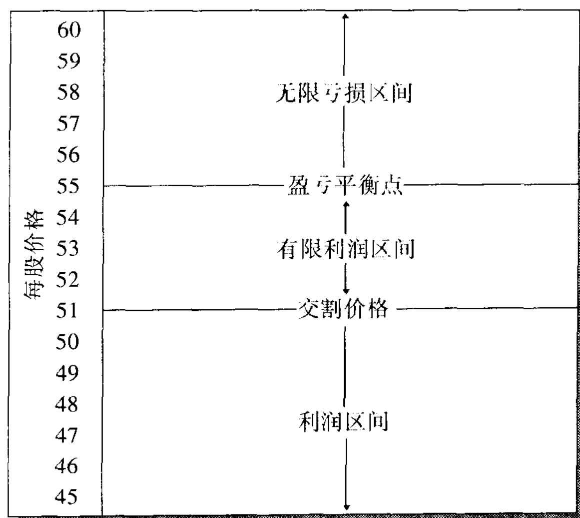


图 5.1　未套头看涨期权的利润和亏损区间

图 5.1 概括了未套头的看涨期权的利润和亏损区间。因为出售看涨期权时收取了期权费，所以盈亏均衡价格高于交割价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（请记住，实际计算时必须考虑经纪人的佣金费用。）在该图例中，看涨期权的售出价格为5（$500），因此盈亏均衡点比交割价格高5个基点。

你的经纪公司将会要求你存入一笔资金，金额相当于出售看涨期权的潜在负债总额的一部分。例如，如果你出售了一笔交割价格为40的看涨期权，你具有潜在的负债。该负债的金额有赖于期权交割时（如果发生交割的话），对应股票的当前市场价格。该价格有可能是每股$45，$50，$80或者更高。

1987年10月发生的许多股票市场的巨额亏损产生于保证金的过度操作，一些涉及到看涨期权或者看跌期权，或者两者都有。甚至大多数经纪公司也没有预期到由于股票市场突然之间跌落几百点而产生的潜在亏损幅度。因此，许多经纪公司不再允许个人投资者持有期权空头，或者严格加以限制。如果你希望承担高风险，你将受到经纪公司制定的规则之限制。当发生巨额亏损而投资者负担不起时，经纪公司就被迫承担这些亏损。为了保护自己的利益，公司要求客户存入的现金或证券担保的金额通常高于以前的要求。

例题：你告知经纪人希望出售未套头的看涨期权。你的投资组合包括现金和股票，当前市场价值是$20000。你的经纪人将会对你出售未套头看涨期权的行为加以限制，使得预计的最大损失不会超过$20000。但是，如果市场情况发生变化，你的资产组合的价值突然下跌，你将被迫存入更多的资金或者平掉一些未套头的头寸。

例题：你希望在投资策略中加入出售看跌期权。你持有的股票和现金的价值为$20000。你的经纪公司限制你所能持有的头寸使得预计的最大亏损不会超过$20000。由于你将出售看跌期权而不是看涨期权，潜在的亏损相对有限——股票价格下跌幅度最大不会超过其当前价格。但是除此之外，将会出现一个不同的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题：如果市场下跌，你的未套头看跌期权的价值将会下跌，同时，你的股票投资组合的价值也会下跌。

出售看跌期权涉及的风险有限，因为最坏的结果是股票的价格下跌为0。（事实上，最大亏损仅应该下跌至股票的账面价值;但是,市场通常会高估股票的账面价值。)看跌期权的最大亏损有限，但是未套头的看涨期权的亏损有可能比预期高得多——特别是同时出售几个未套头的看涨期权。

评估出售未套头的看涨期权的风险

所有的投资者都应该评估面临的风险。前一小节的例题说明了出售未套头看涨期权的风险可能极大。在以后的章节和本章的以后小节中，一些例题将会说明并不是所有的出售看涨期权的策略都是有风险的。

现在，考虑出售未套头看涨期权所涉及的风险，特别是考虑经纪公司置于该行为的限制。只要你的资产金额有限，你出售看涨期权的行为也会受到相应的限制。这一特性限制了你出售看涨期权策略的潜在利润，并且使你暴露于对应股票价格上涨的风险之中。

出售未套头看涨期权的风险包括：

1. 对应股票价格可能上涨，你将不得不买入看涨期权以轧平头寸，避免进一步亏损或者期权被执行。

2. 对应股票价格可能上涨，使得期权被执行而导致亏损。

3. 尽管对应股票价格持平于或低于交割价格，其仍有可能突然上升而被执行，你从出售期权的时刻起直至期权到期一直暴露于风险之中。

4. 出售看涨期权的行为会限制其他投资行为，因为你的经纪公司希望限制自身的风险。因此，你需要放弃一些投资机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 如果你所选择的时机或对于市场的判断有误，你承受了巨额亏损，你的经纪公司可能会出售你的投资组合中的其他长期投资证券以抵补亏损。在这种情况下，你的短期亏损将对长期投资产生负面影响。

出售套头的看涨期权

在因出售未套头看涨期权而产生亏损的例题中，潜在的巨额亏损来源于被迫履约交割（或者平仓承担大幅亏损）。一般而言，出售未套头看涨期权的卖方可能被要求以当前的市场价格购买 100 股份对应股票，并以相对较低的交割价格出售。

设想出售看涨期权而不用承担该风险，有一种方法。出售你实际持有股票的看涨期权，通过持有股票而进行套头。在该期权被执行时，你可以简单地出售股份以履约。



套头——对于出售的每份看涨期权，通过持有 100 股份对应股票而提供保护（空头所面临的风险由于持有 100 股份而得到保护）。



套头的看涨期权——通过出售看涨期权建立空头寸，对于出售的每份看涨期权，卖方均持有 100 股份对应股票。

出售套头的看涨期权时，你具有如下优势：

1. 出售的每份期权都可以收取期权费，即账户中有现金流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入。尽管出售未套头的看涨期权也是如此，承受的风险大不相同。期权被执行时，你可以简单地出售实际持有的 100 股份，而不需要以当前市场价格买入。

2. 你所持有的 100 股份对应股票的实际成本由于收取的期权费而降低。

3. 出售套头的看涨期权使你可以承受适度的价格下跌，因为收取的期权费减低了你的成本。仅仅持有股票而不享受出售期权所带来的折扣便利，意味着即使股票的市场价格仅下跌轻微的幅度也会使你产生纸面亏损。

例题： 你持有某种股票的 100 股份，是去年以每股 $50 的价格买入的。当前的市场价格是每股 $54。你希望可以出售股票获利。因此，你出售了一份 11 月份到期的交割价格为 55 的看涨期权，收取期权费 5($500) 。此时，你持有股票的实际成本是每股 $45（每股 $50 的初始价格减去出售看涨期权所获取的“折价”每股 $5）。如果对应股票的市场价格在从现在至到期的时间内保持在每股 $45 至 $55 之间，你的投资将会获利。该看涨期权也不会被执行，因为交割价格是 55。如果对应股票的市场价格下跌，你可以买入该期权获利。

当你出售与持有股票相关的看涨期权时，可能出现三种情况：股票价格上涨、下跌或者没有显著变化。只要你持有该股份，不管是否出售期权，你都将继续收取股息。表 5.1 中列出了出售套头的看涨期权与简单地购入并持有股票两种策略的比较。

在采取任何策略之前，理解其优势和劣势，包括牺牲的潜在未来利润。看涨期权卖方在交割时锁定对应股票的价格，不管股票的市场价格会上升至多高，卖方都只能收取即定的交割价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.1 策略比较

事件	结果：持有股票并且出售看涨期权	结果：仅持有股票
股价上涨	①看涨期权被执行，利润受限于交割价格和看涨期权费。	可以出售股票
股价持平或低于交割价格	②看涨期权的时间价值衰减，可以轨平看涨期权获利或者允许该期权无效过期。	获利
股价下跌	③由于收取看涨期权费，而使股票价格获得折价；可以轨平该期权头寸或允许其无效过期。	股票亏损
股息	持有股票期间获取	持有股票期间获取



锁定——当投资者持有相应的卖空看涨期权头寸时，冻结对应股票的价格（只要持有该看涨期权头寸，不管当前市场价格是多少，卖方都将锁定交割价格。期权被执行时，股票应以该锁定价格交割。）

评估出售套头的看涨期权的风险

未套头的看涨期权卖方可能面临着潜在的巨额亏损。但是，当出售套头的看涨期权时，风险就大大减少了。许多情况下，几乎不存在风险——因为股票上的获利超过期权头寸的潜在亏损。

许多投资者关注未来利润的损失风险。换句话说，一旦你出售一份看涨期权，你就会承受当股票价格大幅上涨时的利润损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失。持有100股份对看涨期权的短头寸提供保护；但是对应股票有可能以交割价格被买走，而该交割价格可能会显著低于当前的市场价格。

通过正确设计一个套头的看涨期权空头策略，你可以承受损失未来利润的风险来换取可预测性。应避免如下缺点：

1. 制定出售看涨期权策略，但是在交割时，承受不愿承受的亏损。如果你接受的交割价格低于你的实际成本——特别是如果期权费不是足够高以抵消其差异，该种可能性是存在的。例如，如果你以每股34的价格买入股票，以后以30的交割价格出售看涨期权，收取的期权费仅为3($300)，在期权被执行时你就会承受亏损。（买价每股$34，减去期权费3，使得每股净成本为$31；但是如果期权被交割，股票以每股$30的价格出售，若不计经纪人佣金，产生的净亏损为$100。）

2. 陷入无力平仓的困境中。如果你出售了大量的看涨期权，可能在市场情况较好想平仓时，缺少现金而无法实现。确保你的现金储备充足可以提供弹性。

3. 对于不规范的股票出售了看涨期权。当你衡量期权费和时间价值时，可能会发现看似有利可图的交易，此时，你有可能仅仅为了出售看涨期权而购买股份。但是，这种股票波动性可能较大，该波动性和缺乏安全感的可能性就反映在看涨期权的期权费水平中。可以使你在看涨期权交易中获利的，往往是较为规范的股票。波动性较大的股票可能在市场仅作中幅调整时就突然吞掉你所有的利润。

计算回报率

如果你持有股票的目的是为了长期持有，出售相应的看涨期权一般而言并不是一个合适的策略——尽管有些情况下，它可用来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在承担适中的履约风险的同时增加当前收入。看涨期权卖方的目标通常不同于长期投资者的目标，但是当这两种目标可以共存时，你更有可能会选择使用套头的期权来增加利润，而不选择长期增长。作为套头的看涨期权卖方，你有三种潜在的收入来源：

√ 看涨期权费；

√ 股票的资本利得（受限于套头看涨期权的出售）；

√ 股息。

例题：你以每股 \$32 的价格买入某种股票的 100 股份。几个月后，该股票的市场价格上升至每股 \$38。你出售了一份 3 月份交割的看涨期权，收入期权费 8（\$800）。理由是：你购买股票的成本是每股 \$32，如果该看涨期权被执行，你必须以每股 \$35 的价格出售，获得利润每股 \$3。同时，出售期权所获得的收益也应被视为额外利润。此时，你收取的期权费为 \$800，其中 3 个基点是内在价值（交割价格 35 和股票的市场价格 38 之间的差额），5 个基点是时间价值。如果期权被执行，你的利润总额将是 \$1100（\$300 为股票投资利得，\$800 为看涨期权费）。你出售期权两个月后，该股票的价格上涨至每股 \$65，该期权被执行。你的利润被冻结在 \$1100，因为你已将交割价格锁定在每股 \$35。

本例表述了期权卖方必须接受的一个事实，可能会丧失潜在利润。如果仅是简单地持有股票——不出售看涨期权——在价格上升之后立即出售可以获利 \$3300。套头的看涨期权限制了卖方增大利润的潜力，但是可以保证较小金额的利润，利润有保障但是有限。

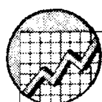
股票价格猛涨的几率是多少呢？有时确实会发生，但是你不能指望它经常发生。如果你出售看涨期权并由此而限制了利润，你是否真正损失了呢？不同的投资者对此问题持有不同的观点。一些人认为没有获取的潜在利润是损失；但是，当出售看涨期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，总是有丧失未来利润的可能性。按照这种观点，我们也可以认为没有购买后期升值的股票是一种亏损，也可以说在股票价格大幅上涨之前获利了结是一种亏损。

对于期权投资者我们推荐一种更为合理的观点：只有你已经获取的利润才是真正的利润。出售套头的看涨期权可以持续地获取相当不错的收益，但是必须能够承受偶然的机会损失。记住，作为期权卖方，你寻求持续而稳定的收益，但是你也放弃了偶然出现的未预期利润。

接受了出售套头看涨期权的局限性之后，在你放弃潜在利润的同时，也使对应股票的价格成为折价，这为对应股票价格的小幅下降提供了保护，同时可以继续收取股息。我们可以合理地推断大多数出售套头看涨期权的投资者的最终获利会优于那些总是寻求股票价格突然大幅上涨的投机者。



折价——以收取的期权费抵减对应股票的真实价格。（出售套头的看涨期权的优势之一，折价可以保护长头寸。）

套头的看涨期权的卖方应计算如图 5.2 所示的利润区间和亏损区间，还应计算不同情况下的回报率。出售套头的看涨期权的利润区间和亏损区间取决于以下两个因素相结合：期权费和对应股票的市场价格。如果对应股票价格跌落至盈亏均衡价格以下（股票购买价格减去收取的期权费），将会出现亏损。当然，当你持有股票时，你可以决定什么时候出售，只有当你实际出售对应股票时，该亏损才会成为现实。你可以静待期权过期并等待股票价格反弹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

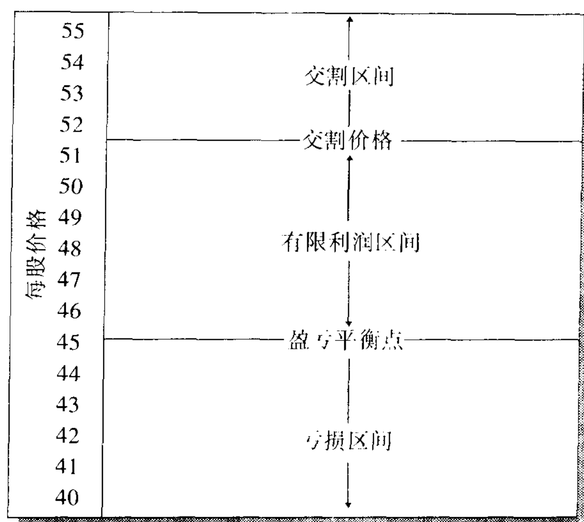
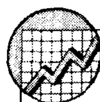


图 5.2　套头看涨期权的利润与亏损区间

应该为自己制定一个重要的原则：不要出售看涨期权，除非对期权被执行时的结果完全满意。出售期权之前计算自己的回报总额，只有在认为各种结果均满意的情况下才开始交易。



回报总额——包括出售看涨期权的收入、出售股票的资本利得和收取的股息在内的综合回报额（回报总额可以有两种计算方法：期权被执行时的回报额、和期权无效过期时的回报额）。

回报总额包括股票升值金额、看涨期权费和股息收入。如果期权过期无效，就可以计算出一种回报率，如果你购买同样的期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权轧平头寸，回报率就完全不同。由于在第二种情况下不出售股票，回报率可能差别很大。

例题：你以每股 $41 的价格购买了某种股票的 100 股份，当前的市场价格是每股 $44，你在考虑出售一份 7 月份到期的交割价格为 45 的看涨期权。期权费是 5($500)，自现在至期权到期的时间内，你将收取股息总额为 $40。

如果该看涨期权被执行，回报应包含以下三个因素：

股票升值	$400
看涨期权费	500
股息	40
回报总额	$940
收益率	22.9%

如果该期权没有被执行而失效过期，回报总额则不包括对应股票的升值，因为你仍然持有股票。（股票的当前市场价格与购买价格之间的差异只是纸面利润，不能计入回报。）在这种情况下的回报为：

看涨期权费	$500
股息	40
回报总额	$540
收益率	13.2%

尽管第二种情况下的收益率较低，但是股票仍然由你持有。期权过期后，你可以自由决定出售股票或出售另外一份看涨期权——或者不采取其他行动。

为决策确定有利时机

初次出售看涨期权的投资者可能会因为遇到买方在到期前要求交割而感到惊讶。事实上，在期权为价内的任何时刻交割都可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能发生。交割最有可能发生在到期日或者临近到期时，但是对于出售的每一份看涨期权，你都应做好出售100股份的准备，在出售期权日至该期权的最后一个交易日之间，交割随时可能发生。

如图5.3所示，看涨期权的有效期内，对应股票的市场价格可能会比交割价格高或低几个基点。如果你持有100股份并打算出售看涨期权，请记住以下几点：

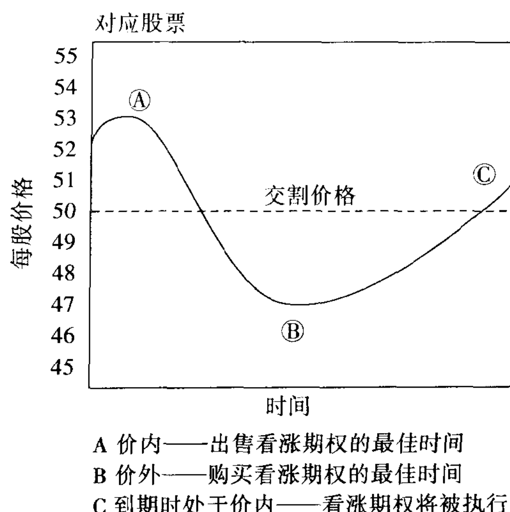


图5.3　看涨期权交易的时机与对应股票价格变动的关系

1. 当看涨期权的交割价格高于对应股票的初始购买成本时，交割并不代表亏损，因为将自动产生两方面的利润：来源于股票的升值和看涨期权费。

例题： 你以每股 $38 的价格购买了股票，随后出售了交割价格为40的看涨期权，收取期权费3（$300）。你并不担心期权被执行，因为你认为交割将带来双重利润：股票升值的2个基点加上出售期权的3个基点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 如果你出售了一份看涨期权，交割价格低于你购买股票的初始成本，请确保你所收取的期权费高于在交割时你所需承受的股票投资亏损。

例题：你以每股 $43 的价格购买了 100 股份，随后出售了一份交割价格为 40 的看涨期权。如果期权被执行，你将承受股票亏损 $300。如果你收取的期权费少于 3（$300），你的期权投资是不成功的，因为你将承担亏损。如果期权费是 3 或大于 3，在期权被执行时你将获取有限的利润。

3. 在计算潜在利润时，确保考虑了购买和出售（或执行时）股票和期权的佣金。

例题：你以每股 $53 的价格购买了 100 股份，随后出售了一份交割价格为 50 的看涨期权，收取了期权费 3（$300）。当期权被执行时，股票的亏损将由期权费的收益抵补。但是同时应该考虑交易佣金，因此，事实上，当期权被执行时，你将承受亏损。

4. 为了获取持续稳定的利润而购买看涨期权，你将放弃当股票价格大幅上涨时获取较大收益的机会。

例题：你以每股 $22 的价格购买了 100 股份，随后出售了一份交割价格为 25 的看涨期权，收取了期权费 4（$400）。近期股票价格上涨至每股 $34，该看涨期权被执行。此时，你的利润包括股票收益 3 个基点和期权费 4 个基点，总额为 $700，或回报率为 28%（不计算股息）。但是如果你没有出售该看涨期权，你在股票投资中的利润将为 $1200（如果你在股票价格上升至每股 $34 时出售），回报率为 48%。

你不能指望股票价格的突然上涨，作为看涨期权卖方，你应更希望获得持续稳定的收益而非偶然的大额收益。你对该种机会损失的看法决定了你是否适合出售期权。选择适当的期权有赖于你购买股票的价格和当前市场价格之间的比较。期权费的不同水

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平是由交割价格和距到期的时间决定的。

例题： 你以每股 $51 的价格购买了某种股票，随后其价格上升至 $53。你选择出售交割价格为 50 的看涨期权收取期权费 7（$700），而非出售股票。

本例中，期权费高于一般水平是因为包含 3 个基点的内在价值。该策略有以下几点优势：

1. 如果对应股票的当前市场价格下跌至低于你的购买价格，你可以买回该期权以轧平头寸并获利，或等待该期权过期失效。

2. 购买期权后，你所购买的股票价格由每股 $51 折价至 $44，对你提供了 7 个基点的下方保护。有允许股票价格下跌的空间。

3. 在期权被执行之前，你仍然收取股息。

你也可以选择出售深幅价内的看涨期权。

例题： 你以每股 $51 的价格购买的股票当前价格为每股 $53。如果出售一份交割价格为 45 的看涨期权，你至少可以收取 $800 的期权费（因为其内在价值为 8 个基点）。但是交割的可能性也较大，同时交割意味着对应股票投资的 6 个基点的亏损：

购买价格	$5100
交割价格	-4500
股票亏损	$-600

如果期权费中仅包含内在价值，则冒较大的被执行风险换取仅有 $200 的利润看起来并不值得（期权费 8 个基点减去股票亏损 6 个基点）。但是，依照期权距到期时间的长短，出售深幅价内期权的实际利润来自于时间价值。

例题： 你以每股 $51 的价格购买了某种股票，其当前市场价格为每股 $53。现在，1 月份你出售了一份 6 月份到期的交割价格为 45 的看涨期权，收取期权费 11（$1100）。期权被执行时，你从该交易中获利为 $500：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票的购买价格	$5100
减去：期权的交割价格	-4500
股票的亏损	$-600
加上：期权费	1100
净利润	$500

此策略也是用于获利的一种可行方法。记住，该结果仅发生于期权被执行时。如果对应股票的市场价格下跌，期权价格也会发生一一对应的变化，因此出售期权将为你提供下方保护。你可以在交割前随时买入期权轧平头寸。

例题：给定条件同上例，如果对应股票的市场价格下跌 3 个基点至每股 $53，将会如何呢？则该价格为 $1100 的期权将仅值 $800。你可以支付 $800 买入该期权轧平头寸并获利 $300。这样，你仍然持有 100 股份股票，可以选择是否再次出售期权。如果股票反弹至每股 $53，你可以出售一份新的期权合约。

在选择期权和合适的时机时请记住以下几点：

√ 购买股票的初始成本；

√ 期权费；

√ 时间和内在价值；

√ 股票的当前市场价格和期权的交割价格之间的差额；

√ 距到期的时间；

√ 期权被执行的总回报与期权无效到期时的总回报比较；

√ 你持有对应股票的目标，与你出售期权的目标相比较（当前收入、下方保护）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

避免交割

假设你售出了一份看涨期权，而购买对应股票的初始目的是用于长期投资，那么你可能希望采取措施以避免交割。第一，要记住基本规则：不要出售看涨期权，除非你愿意执行交割，准备当期权处于价内时随时交割。以该原则为基础，你也许可以采取一些措施延迟或避免交割，同时由于下跌的时间价值而获利。

你可以采取几种方式避免交割。以下的例题中，我们假设股票价格出现了意料之外的变动而使你所出售的期权面临着被执行的风险。虽然被交割并不意味着亏损，我们还是假设你希望最好能避免交割。

例题： 你出售了一份 5 月到期的交割价格为 35 的看涨期权，当时的对应股票价格为每股 $34。目前股票的市场价格是每股 $41，你希望能避免交割，享受股票价格升高的优势。

你可以采用的第一种措施是，简单地买回该期权以平仓。尽管此时你会由于期权价格上升而受损，但是同时你可以享受对应股票升值的好处。如果时间价值衰减，这将是一个明智的选择——特别是当股票价格的上涨超过了期权的亏损时。

例题： 你以每股 $ 21 的价格购买了某种股票的 100 股份，随后售出了一份 6 月到期的交割价格为 25 的看涨期权，收取期权费 4（$400）。当前股票价格为每股 $30，期权价格为 6（$600）。如果你买回该期权，在期权的买卖上将损失 $200（出售价格为 4，而购买价格为 6）。但是，通过避免以每股 $25 的价格执行交割，你将持有当前市场价格为 $30 的股票。

本例中，结果可从以下两个方面来概括。第一，记住在轧平头寸承受一定的亏损的同时，你仍然持有 100 股份。这样你也可以立即出售另一份看涨期权，可以是交割价格为 30——收取期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权费以增加利润。

第二，你也可以比较以下两种情况：期权被执行、轧平头寸并以当前市价出售 100 股份。该种分析法的缺点在于假设股票被出售，事实上这并不是避免交割所希望的结果。但是，这种比较使你可以在相同的基础上研究交割和出售的不同结果。

	交割	出售
购买 100 股份	-2100	-2100
收取看涨期权费	400	400
轧平期权头寸		-600
以 $25 的价格交割 100 股份	2500	
以 $30 的价格出售 100 股份		3000
净利润	$800	$700

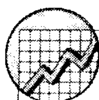
该比较说明允许期权被执行可以多获利 $100。只有当愿意失去该 100 股份时，使期权被执行才是较优解。但是，不要忽视了继续持有股票，并使用现已升值的股票出售新的看涨期权的优势。通常来说，避免交割的目的就在于使用新的期权替换旧的头寸。

本例中，看涨期权空头寸也提供了下方保护。如果对应股票价格下跌，即使跌至每股 $17 的价位，你也不会亏损。你购买股票的初始成本由于收取的期权费而折价 4 个基点。如果对应股票的价格上涨，轧平头寸承受一定的亏损也是明智的选择，因为这种策略使得立即出售另一份交割价格较高的看涨期权成为可能。考虑比较对应股票的当前市场价格和不同期权的不同交割价格，当然是在股票价值升值时选择弹性较大。目前对应股票的市场价格为每股 $30，通过将自己从旧的期权空头中解放出来，你可以立即出售一份新的距到期时间较长的期权（意味着更大的时间价值和更高的期权费）。

避免交割的第二种策略是，以新期权取代旧期权同时获利。由于新期权时间价值较大，其价格高于旧期权，你可以通过交易时间价值而获利。这将延迟交割，或者如果股票价格下跌，你将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有新期权获利。对时间价值进行交易的技巧称为向前滚动



向前滚动——出售一个新的期权以置换旧的期权，两个期权的交割价格相同，但是新期权的交割日期延后。

例题：你所出售的5月40看涨期权接近到期且处于价内。为避免或延迟交割，你购回该期权轧平头寸，接着立即出售一份6月40看涨期权——交割价格相同但是到期时间推迟。

你仍然随时都会面临着被要求交割的风险，但是，交割通常发生于到期日或接近到期日。另外，如果你认为交割不可避免，该种策略也可以使你获取额外的收益。推迟到期的期权比即将到期的期权的时间价值高。不论你仅出售了一份看涨期权，或者持有几百股份出售了好几份看涨期权，向前滚动的策略都适用。对于单一的股票所持有的股份越多，你在执行向前滚动策略时的灵活性就越大，获利就越多。撤销（轧平）单一的看涨期权头寸并实行向前滚动策略可以产生边际收益。如果你撤销一份看涨期权，以两份或多份延迟到期的看涨期权合约替代，将进一步增加利润，这种策略称为增量回报。在增加出售的看涨期权的数量的同时增加了利润。



增量回报——通过出售看涨期权增加收益的同时避免交割的策略。（当对应股票的价格上涨时，承受一定的亏损撤销一份看涨期权，取代以两份或多份到期日延迟的看涨期权，在置换过程中获取现金和利润。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向前滚动并不一定适合所有的情况，另一种滚动的形式是向下滚动。

例题： 你最初以每股 31 的价格购买了某种股票的 100 股份，随后出售了一份交割价格为 35 的看涨期权，收取期权费 3（$300）。目前，股票价格下跌，该期权仅值 1（$100）。你撤销（购回）该期权且实现利润 $200。并且立即出售了另外一份交割价格为 30 的看涨期权，收取期权费 4（$400）。

本例中，最初的看涨期权锁定的交割价格比你购买股票的成本高 4 个基点。你撤销期权获利，有效地将成本降至每股 29（购买价格 $31 减去出售期权的 2 个基点的利润）。第二份期权将成本进一步降至每股 $25（$29 减去出售期权收取的期权费 $4）。

另一种策略称为向上滚动。

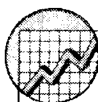
例题： 你最初以每股 31 的价格购买了某种股票的 100 股份，随后出售了一份交割价格为 35 的看涨期权。目前，股票价格上涨至每股 $39。你先撤销（购回）了第一份期权，承受一定的亏损，随后出售第二份交割价格为 40 的看涨期权以抵补亏损。

在这种策略中，在第一份看涨期权中所承受的亏损不应超过第二份期权中由于交割价格上升所获取的利润点数。有时，可能需要将向上滚动与向下滚动的策略结合起来。这些滚动策略通常将推迟的到期时间和较高的交割价格相结合。期权也可以被无限地滚动下去。请参见图 5.4。

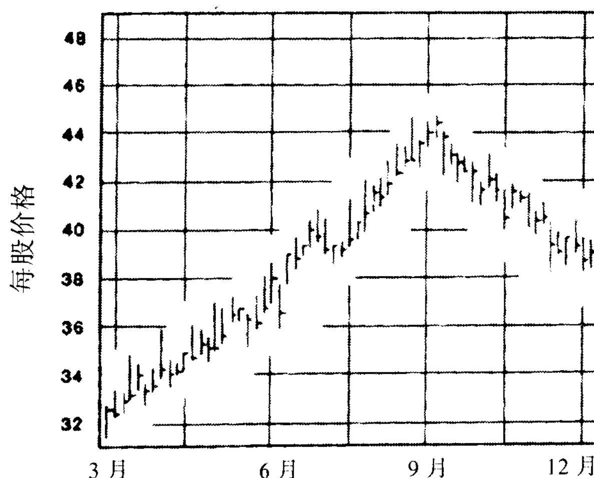


向下滚动——出售新的交割价格较低的看涨期权以替代旧的交割价格较高的看涨期权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



向上滚动——出售新的交割价格较高的看涨期权以替代旧的交割价格较低的看涨期权。



日期		收入	支出
3月15日	出售2份6月30看涨期权，价格为5	$ 1000	
6月11日	①购买2份6月30看涨期权，价格为8；		$ 1600
	出售5份9月35看涨期权，价格为6	$ 3000	
9月8日	②购买5份9月35看涨期权，价格为9；		$ 4500
	出售8份12月40看涨期权，价格为6	$ 4800	
12月22日	12月40看涨期权无效过期	–	–
	总额	$ 8800	$ 6100
	利润	$ 2700	

图 5.4　应用滚动策略以避免交割

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例题：你最初以每股 $30 的价格购买了某种股票的 800 股份（总成本是 $24000）。你预期该种股票的价格会上涨，同时你认为可以出售套头的看涨期权，在提供下方保护的同时增加收益。因此 3 月 15 日，你出售了 2 份 6 月份到期的交割价格为 30的看涨期权合约，每份期权费 5（ $500），共收取 $1000。

6 月 11 日，对应股票的市场价格是每股 $38，你预期看涨期权将很快被执行。为避免交割，你购回 2 份同样的看涨期权，轧平头寸，支付期权费 8（总费用 $1600）。同时售出 5 份 9 月份到期的交割价格为 35 的看涨期权，每份收取期权费 6（ $600），总额为 $3000。

9 月 8 日，股票的市场价格继续上涨，目前为每股 $44。你仍然希望避免交割，因此你撤销（买入）了该 5 份期权合约，每份支付期权费 9（ $900），共支出 $4500。并立即替换为 8 份 12 月份到期的交割价格为 40 的看涨期权，每份收取期权费6（ $600），共收入 $4800。

至到期日，12 月 22 日，股票价格下跌至每股 $39。你出售的 8 份看涨期权过期无效。在这一系列期权交易中，你的总收入是 $2700。另外，你仍然持有 800 股份对应股票，当前市场价格为每股 $39，比你的购买成本高出 $7200。同时，你还收取了整个阶段的股息。

你可能会疑惑这 $2700 的利润是否能够抵补整个过程中的风险。答案是肯定的，该策略是在股票价格上升时采用的。将增量回报与向上滚动和向下滚动策略相结合，可以在获利的同时，避免股票价格上升时期权被交割。例题中第三次出售期权的阶段，持续上升的股票价格恰好下跌至交割价格以下。虽然你不能指望这种情况经常发生，但是市场上确实会发生这种状况。同时我们也假设本例中的投资者，在整个投资的任何阶段，均愿意接受期权的被执行。如果投资者以最后阶段的价格每股 $39 出售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该 800 股份，总利润额将十分显著：

股票	
以每股 $39 的价格出售 800 股份	$31200
初始成本	- 24000
股票获利	$ 7200
期权	
出售 2 份 6 月份到期的合约	$1000
购买 2 份 6 月份到期的合约	-1600
出售 5 份 9 月份到期的合约	3000
购买 5 份 9 月份到期的合约	-4500
出售 8 份 12 月份到期的合约	4800
期权获利	$2700
利润总额	$9900
收益率	41.25%

在执行向前滚动策略时，较高的时间价值于你有利。由于期权费中有一部分是时间价值，即使交割价格相同，期权费也有可能不同。因此距到期时间越长，你出售看涨期权所获取的收益就越高。为获取较高的收益，你所付出的代价就是更长时间的暴露于风险之中。你将交割价格锁定至轧平头寸、期权被执行或未被执行而到期之时。

你所采用的延迟或者避免交割的策略有两个相同的目标：增加收益、在股票市场价格高于交割价格时继续持有股票。由于期限较长的期权的时间价值高于即将到期的期权的时间价值，使得该目标的实现成为可能。

例题： 你以每股 $40 的价格购买了某种股票的 200 股份，售出了一份 6 月份到期的交割价格为 40 的看涨期权，期权费为 3。该种股票当前价格为每股 $45，你希望最好能够避免交割。表 5.2 表示了以该股票为标的的几种期权的当前价格。研究该表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以提供几种可供选择的滚动策略。

表 5.2 当前看涨期权价格

交割价格	到期月份		
	6月	9月	12月
35	11	13	15
40	6	8.	10
45	1	2	5

最初需要先轧平现有期权头寸，即以 6 的价格买入该 6 月份到期交割价格为 40 的期权合约。这意味着期权损失为 $300。为抵补该损失，可以采用以下策略中的一种：

1. 策略 1：向上滚动和向前滚动。出售 1 份 12 月 45 看涨期权，期权费为 5，产生净收入 $200（出售 12 月看涨期权的收入 $500，减去 6 月看涨期权交易的亏损 $300）。

2. 策略 2：滚动与增量回报相结合。出售 2 份 9 月 45 看涨期权，收取期权费 $400，产生净收入 $100（出售 9 月看涨期权的收入 $400，减去 6 月看涨期权交易的亏损 $300）。

3. 策略 3：仅向前滚动。出售 1 份 9 月 40 的看涨期权，期权费为 8，产生净收入 $500（出售 9 月看涨期权的收入 $800，减去 6 月看涨期权交易的亏损 $300）。

请注意在这些策略中，我们提到 6 月看涨期权交易的亏损而非现金支出。由于当前 6 月看涨期权价格是 6，需要支出 $600 以购回该期权，减去以前出售时所收取的期权费 $600，净亏损是 $300。该数额被用于比较以上三种策略。

如果对应股票价格变动较为合理，其变动区间不超过上下 5 个基点，对出售的看涨期权头寸进行无限滚动是有可能的，无限次的轧平旧头寸，开立新头寸，以获取时间价值衰减的好处。当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票价格突破正常交易区间时，如果你希望在因股票升值获利的同时出售套头的看涨期权获利，滚动策略也特别有用。

请参见表 5.3 以说明该策略如何执行。表 5.3 表示了一个在 2.5 年的时间内进行一系列滚动期权交易的实例。投资者持有某种股票的 400 股份，并通过柜台经纪人进行交易。出售和购买价格是实际价格，包括了经纪人佣金费用，以元为单位四舍五入。执行 40 笔交易（20 笔买入指令和 20 笔卖出指令）后的净利润总额是 \$2628。经纪人佣金总额为 \$722，因此实际毛利润是 \$3350，\$2628 代表实际实现的净利。

表 5.3 表现了期权滚动交易和增量回报策略的有效结合。投

表 5.3 出售看涨期权的滚动策略

		出售		购买			
	类型	日期	金额	日期	金额	利润	注释
1	Jul 35	3/20	\$ 328	4/30	\$ 221	\$ 107	
1	Oct 35	6/27	235	10/8	78	157	
1	Apr 35	1/15	247	4/14	434	-187	
1	Oct 35	4/14	604	6/24	228	376	1
1	Oct 35	7/31	353	9/12	971	-618	
2	Jan 45	9/12	915	12/16	172	743	2
2	Apr 45	12/16	379	2/24	184	195	
4	Jul 40	3/9	1357	5/26	385	972	3
4	Oct 40	6/5	1553	7/22	1036	517	
4	Jan 40	8/5	1504	9/15	138	366	
		总计	\$ 7475		\$ 4847	\$ 2628	

1. 滚动前移：由于 10 月 35 看涨期权获利，对于 4 月 35 看涨 期权可以承受一定的亏损以避免交割。
2. 滚动前移与滚动上移的组合：可以承受 10 月 35 看涨期权的亏损以免以较低交割价格交割，看涨期权的数量由 1 份增加至 2 份。
3. 滚动下移与增量回报相结合：看涨期权的数量由 2 份变为 4 份，交割价格由 45 改为 40。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者愿意将看涨期权所涉及的股票数量逐渐增加至 400 股份。当股票价格下跌时，投资者采取向下滚动策略但是出售的期权合约的交割价格并未低于股票的初始购买价格 35。

出售任何形式的套头看涨期权均应事先作好计划。在分析期权本身的特性之外，判断对应股票的质量也是至关重要的。如果股票本身实力较差，毫无长期增值的潜力，对其出售看涨期权以获取短期利润也没有意义。如果你购买股票的主要目的是出售套头的看涨期权，最好是选择价格波动性较大，对市场敏感度较强的股票。以这些股票为标的的期权价格可能更高一些，因为波动性较大，安全性较低。

不管你有意于出售未套头的或是套头的看涨期权，如果购买了价格偏高，在期权出售后价格降至远低于购买成本之下的股票，你获利的可能性都较小。图 5.5 表示出售一份未套头的看涨期权，标出其利润和亏损区间。本例中，出售了一份 5 月 40 看涨期权，期权费为 2。该策略将投资者暴露于无限风险之下。如果股票价格上升超过交割价格加上期权费点数，交割将代表亏损。对应股票的市场价格可能无限上涨。交割时，不论当前市场价格是多少，投资者都需要以交割价格出售 100 股份。

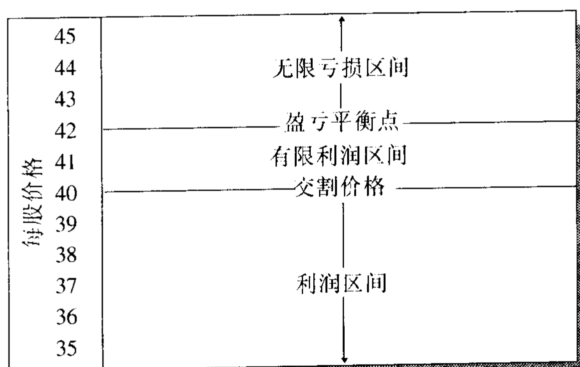


图 5.5　出售未套头看涨期权的利润与亏损区间示例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 5.6 表示出售一份套头的看涨期权，标出其利润和亏损区间。本例中，投资者持有某种股票的 100 股份，初始购买价格是每股 $38。其出售了一份 5 月 40 看涨期权，收取期权费 2 该策略将对应股票的购买价格折价至每股 $36。只要股票价格持平或低于交割价格，看涨期权就不具有内在的价值。如果该状态持续至到期，期权将无效。如果股票的市场价格高于交割价格，看涨期权将被执行，投资者的 100 股份将被迫出售。在这种情况下，总利润将是 $400（股票获利 2 个基点加上出售看涨期权收取的 2 个基点）。但是，出售套头的看涨期权也锁定了交割价格，当股票价格大幅上涨时，利润受到了期权合约的限制。

作为看涨期权的卖方，股票的选择至关重要。下一章将介绍如何选择适合于出售看涨期权策略的股票。

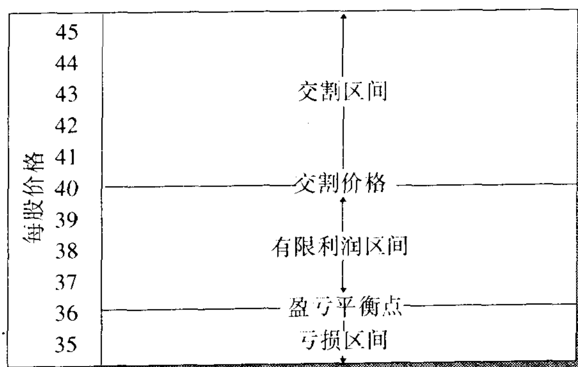


图 5.6 出售套头看涨期权的利润与亏损区间示例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

选择正确的股票

在充分研究的基础上进行仔细的选择是投资成功的关键，对所有的投资形式和所有的市场策略而言都是如此。在股票投资中没有获得预期成功的投资者可能会有意于涉足期权投资以获取短期收入。短期收入可用于减少亏损、增加收益，甚至将小额亏损转变为小额收益。但是，获取补充性的短期收益并不是投资于期权的充分原因。期权投资者成功的最佳机会来自于建立选择适当股票的准则和方法，选择与股票相适合的期权策略，以后依照既定策略在可接受的风险范围内使利润最大化。

一旦制定了投资策略就要坚持。由极具实力的股票组成的投资组合代表着长期稳定的投资，同样也可以提供在期权市场中获取短期利润的机会。一条基本原则就是，不管你是否有意出售期权，都要选择你希望长期持有的股票。

期权投资者所犯的一个常犯的错误是由于特定期权的期权费较为诱人而购买。请注意，具有吸引力的期权价格可能本身就是一个反映股票不正常的信号。价格反映了市场大多数人的看法，特别的风险（可能产生于股价的高估）可能就会表现在期权价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的过高上。例如，一位看涨期权的卖方可能会仅仅为了对所出售的期权提供保护而购买 100 股份的特定股票。如果购买之前没有对该股票进行独立的研究，就可能会承受亏损。根据股票的不同特性，一些波动性较大的股票通常是与有利的期权价格和较大的短期价格变动相联系的。你应该确保执行自己的风险控制标准。当股票价格下跌时，特定的期权策略可以获得大幅收益，但是也应该考虑长期表现。如果你的期权获利但是股票表现很差，投资组合整体也不会获利。

出售套头的看涨期权的一个重大优势就在于，只要记住股票选择是期权策略中至关重要的第一步，就能保证最小获利水平。

例题： 你以每股 $38 的价格购买了某种股票的 100 股份。你购买该股票的初衷与期权策略无关。目前你考虑出售一份看涨期权。一份 3 个月到期，交割价格为 40 的看涨期权价格为 4。在此期间，你还将收到股息 $60。你算出该策略的年利润率为 48.4%（如果该期权无效过期）或者 69.6%（如果期权在到期时被执行）。后者假设即使期权被执行，仍将收取股息，因为假定交割发生在到期日。

如果期权失效：

看涨期权费	$400
股息	60
总利润	$460
股票成本	$3800

期权失效的收益率

$460 ÷ $3800 = 12.1%

将 3 个月收益率折算为年收益率

（12.1% ÷ 3）× 12 = 48.4%

如果期权被执行：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看涨期权费	\$400
股息	60
资本利得	200
总利润	\$660
股票成本	\$3800

期权被执行的收益率

\$660 ÷ \$3800 = 17.4%

将 3 个月收益率折算为年收益率

（17.4% ÷ 3） × 12 = 69.6%

（注：年收益率等于收益率除以投资月份数额乘以 12。）

制定可行的方法

依靠出售看涨期权投资来持续获取高收益率并不总是成功的，即使出售套头的看涨期权也不例外。今天你可能出售一份时间价值较高的看涨期权，从资本利得、股息和期权费中获利，但是获利机会也有赖于以下因素的结合：

1. 对应股票的价格应处于适当的价位。第一，当前市场价格和初始购买成本之间的关系所反映出的交割风险应适当，如果交割意味着亏损，你就不会因出售该看涨期权而获利。第二，你所考虑出售的看涨期权的市场价值处于合理的区间，时间价值应较高足以抵补风险。

例题： 你以每股 \$43 的价格购买了某种股票的 100 股份，有意出售一份交割价格为 45 的看涨期权。如果期权被执行，你将由期权费和对应股票价格的 2 个基点的资本利得（加上股息）获利。只要期权费足够高，该策略就值得尝试。

2. 对该种股票和相关期权感兴趣的投资者数量应较多，使得该看涨期权的时间价值较高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例题：你近期所购买的股票最近的交易量特别大，主要原因是市场传闻公司将易手。由于同样的原因，对应股票的看涨期权价格中的时间价值较高，此时是出售看涨期权的最佳时机。但是，请注意，如果传闻真实，当前出售看涨期权的风险将大于以前；如果以后股票价格突然大幅上涨，你可能丧失潜在收益——以此换取当前较高的看涨期权费。

3. 现在至期权到期的时间应适合于你的个人目标。

例题：你希望在4个月内出售股票以偿还贷款。你相信该股票的市场价格将保持不变，同时也希望通过出售看涨期权获取额外收益。由于你将在4个月时需要资金，该目标将看涨期权的到期时间的可行区间限制在4个月以下。你也需要注意该到期期限限制了你的期权策略。向前滚动策略将不可行，因为你必须在4个月之内出售股票。

出售看涨期权需要耐心，并且应在特定条件下认真选择时机。或许你必须等待所有的条件具备时迅速采取行动。

在考虑各种出售套头的看涨期权的策略时，一个常犯的错误是假设当前的状况具有持久性。例如，可能一笔单一的交易的回报率是48%，但是很可能不是每笔交易都能如此，因为市场是持续变动的。理想的看涨期权出售策略应在以下四个条件均满足时执行：

1. 期权的交割价格高于对应股票的初始购买价格。由此，交割将使股票和期权投资均获利。如果期权的交割价格低于购买股票的基价，期权费必须高于该差额，还必须足以抵补交易的经纪人佣金。

2. 看涨期权为价内期权。这意味着期权费中包含内在价值，股票价格变动1元将引起期权费变动1元。价内期权增加了交割的可能性，同时也代表了较高的期权费，可能使时间价值较大。期权有效期越长，内在价值和时间价值之间的关系就越有价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 期权距到期有较充足的时间，期权费的大部分是时间价值。由此，即使对应股票价格变动很小或几乎没有变化，时间价值也会衰减，使出售看涨期权获利。记住，不管期权是否存在内在价值，总会含有时间价值。出售一份价内期权，虽然一段时间后该期权仍为价内，但你仍有可能从中获利，这是很常见的现象——原因就在于时间价值的衰减。

4. 到期将发生在 6 个月以内，表明你将不会太长时间套牢在该头寸中。关键在于不要假设今天的状况将持续于未来的较长时间。6 个月是一个估计时间，时间越长，未来的不确定性也就越大。我们无法知道未来会怎样，投资者的状况可能在几个月内就发生巨大的变化，但是，时间越近，可能发生的变化就会越小。

5. 期权费较高，足以补偿在到期前将投资锁定于该种股票并承担未来股票价格变动的风险。你可能会发现，较小的期权费尽管代表了短期利润，但是却不足以抵补所需承担的风险。

例题： 你持有某种股票的 100 股份，初始购买价格为每股 $53。该股票的当前市场价格为每股 $57。你出售了一份交割价格为 55 的看涨期权，将在 5 个月后到期，期权费为 6。此时，存在所有的理想条件：交割价格比股票的初始购买成本高 2 个基点；看涨期权价内 2 个基点，因此股票价格的变动将直接反映在期权费的变动中；当前期权费的 2/3 是时间价值；到期将发生在 6 个月以内；期权费为 $600，处于较高水平。不管期权被执行或无效过期，你都将获得相当大的收益。如果时间价值衰减，也可以平仓获利。

本例代表了出售套头的看涨期权的实际与理论的较完美结合。由于出售期权获取了 6 个基点的期权费，你也获得了 6 个基点的下方保护。因此该股票的净基价变为每股 $47（初始成本 $53，减去出售期权收入 $6）。即使股票价格下跌至该价位，你也不会承担亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择适于出售看涨期权策略的股票

一些投资者仅根据出售套头的看涨期权所能够获取的潜在收益而选择股票，这是一种错误的做法。由于通常是波动性最大的股票才能产生收益最高的看涨期权，所以在选择股票时还应考虑其他标准。如果你只将出售看涨期权所能获取的收益作为选择股票的唯一标准，也就增大了你的投资组合的价格波动幅度。

例题：你决定根据当前看涨期权费和对应股票价格之间的关系选择股票。你仅有 $4000 用于投资，因此你只看那些售价在每股 $40 或以下的股票。你的目标是购买相应看涨期权处于平价或价外，且期权费不低于当前股票市价 10% 的股票。你列出当前可得到的股票和期权如下表：

当前价值	看涨期权费
$36	$3
28	$3^1/_2$
25	1
39	4
27	$1^3/_4$

你决定购买价格为每股 $28 的股票，因为其相应看涨期权的价格为 $3^1/_2$，收益率为 12.5%，是以上范围内的最高值。从表面来看，该种分析是合理的，但是，存在几个问题。最主要的问题是选择股票时除了考虑价格和相应看涨期权的收益率之外没有别的因素，没有考虑股票的自身优势。同时，由于将股票价格限制在每股 $40 之下，可能出售看涨期权的市场就受到了严重限制。

该方法也没有考虑期权距到期的时间。当到期时间较长时，期权费将较高，用以抵补锁定在该交易中较长的时间。另一缺点在于看涨期权不是根据交割价格和股票市场价格之间的关系判定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。按照以上简单计算方法算出的价内期权的收益率会高一些，会对选择者产生欺骗作用。

将100股份锁定于固定交割价格的价值应和距到期日的时间联系起来，否则如何才能知道期权的真正价值呢？例如，10%或更高的收益率对于距到期仅3个月至6个月的期权来说可能较有吸引力，但是对于距到期8个月的期权来说，吸引力就相对小一些。收益率不是常数，是与时间相关的。

仅比较当前看涨期权费与股票价格之间的收益率关系，也忽视了同等重要的时间因素、对应股票价格的潜在变动和股息收益。如果你知道如何选择高质量的股票，出售套头的看涨期权将是一项较为保守的策略。股票的选择第一应侧重于其投资价值，这也说明相应期权在股票选择过程中并不是一个最重要因素。如果你分析了几种股票，认为它们的实力等级相同，此时可以再考虑相应期权以确定购买何种股票。

从价格升水中获益

如果对应股票的当前市场价格高于你购买该股票时的成本，你将从出售套头的看涨期权策略中获利。在这种情况下，你可以保护头寸不受一定限度内的价格下跌的影响，也锁定了交割时的资本利得。

例题：你去年购买了某种股票的100股份，当时股票价格为每股$27，现在股价为每股$38。

在这种情况下，你可以出售价内期权而不会承担亏损，或者出售时间价值水平较好的价外期权。记住你的初始成本是每股$27——当前市值要高出11个基点——你出售看涨期权时有四种可能的选择：

1. 出售一份交割价格为25的看涨期权。其期权费将由内在价值13个基点（$1300）和任意水平的时间价值构成。如果期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权被执行，你在股票投资中将亏损 2 个基点（初始价格 $27 减去交割价格 $25），但是期权费总额将是利润。同时，如果对应股票的市场价格在到期前下跌，或者如果时间价值衰减，你可以撤销该头寸，以低于卖价的价格买回该看涨期权，获取利润。

例题：你出售了一份交割价格为 25 的看涨期权。几个星期以后，股票跌落了 6 个基点。你可以买回该看涨期权平仓，同时获利至少 $600 以抵补股票价格的下跌。如果时间价值已经衰减，就意味着额外的利润。

2. 出售一份交割价格为 30 的看涨期权。在这种情况下，内在价值是 8 个基点，你可以应用以上所描述的策略。但是，由于你目前的头寸价内的幅度不如上例，期权被要求提前交割的可能性下降，你也会发现期权费中的时间价值会有些差异（每种情况都会有差异）。

例题：你出售了一份交割价格为 30 的看涨期权，两个月后，期权仍没有被执行，但是时间价值已衰减了 3 个基点。你买回该期权平仓，获利 $300。

3. 出售一份交割价格为 35 的看涨期权。由于仅价内 3 个基点，提前交割的可能性相当小。只要股票的市场价格有微小的下跌，你就可以买回该看涨期权获利。由于交割价格与当前市场价格相当接近，时间价值可能成为在不远的将来获取潜在利润的另一个因素。

例题：你出售了一份交割价格为 35 的看涨期权。一个月后，股票价格仅下跌了 1 个基点，但是同时看涨期权的时间价值也下降了 2 个基点。你以比卖出价格低 $300 的价格买回该期权。

4. 出售一份交割价格为 40 或 45 的看涨期权。这些属于价外期权，因此整个期权费均代表时间价值。此时期权费较低，但是该策略亦存在两个优势：第一，较为容易轧平头寸获利，因为时间价值将会衰减，即使股票的市场价格上升，但是只要其保持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持平或低于交割价格，均会获利；第二，如果对应股票的市场价格确实上升，该期权被执行，你将由于该100股份升值而获利，因为交割价格高于当前的市场价格。

如果你当前持有自购买时已经升值的股票，你将会面临一个每位股票持有人均需要进行选择的两难状况。一方面，你可以出售获利。另一方面，如果股票的价格保持上升趋势，你不希望过快出售。

在这种情况下，出售套头看涨期权可能是使你利润最大化的最佳途径。你为自己提供了金额等于所收取的期权费的下方保护，也在交割价格锁定了资本利得，该交割价格高于你的基价（或者等于或接近于你的基价，但是出售的看涨期权具有较高的内在价值）。

例题：几年前，你以每股 $28 的价格购买了某种股票的 100 股份。今天该股票的市场价格为每股 $45。你出售了一份交割价格为 45，4 个月后到期的看涨期权。期权费是 4，均为时间价值。由此将你的初始成本折价至每股 $24。如果该股票价格下跌 4 个基点或少于 4 个基点，今天的市场价格每股 $ 45 将会因收取的期权费而得到保护。如果对应股票价格上升，期权被执行，每股 45 的交割价格也会使你的投资获利颇丰。

本例中，描述了两个水平的下方保护：第一是初始成本的保护，第二是当前市场价格的保护。当该股票价格上升至大幅高于其初始成本，对当前市场价格提供保护就有了意义，因为大多数投资者都认为低于该水平是一种损失——如果你没有实际获利，或者没有出售期权加以保护，即使是纸面亏损也是一种亏损。

选择风险

在任何情况下都能选择最合适的期权是很困难的。正如选择正确的股票存在风险,选择最合适的期权也有赖于以下几个因素：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 股票的当前市场价格与初始成本的比较。该因素无疑会影响出售哪种期权。如果股票的当前市价低于购买时的初始成本，出售看涨期权就是一个问题，因为期权费必须大大超过你的初始成本以获利。当前价格大大高于初始成本时，你就有更大的获利可能，策略也较为灵活。

2. 出售期权的目标。如果你所持有的股票升值，但是你目前还不想出售，出售期权策略可能就不合适——虽然可能获取短期收入。在这种情况下，你可以限制所出售的看涨期权为价外期权，以减少自现在至到期期间的交割风险。

3. 内在价值与时间价值的比较。这对于期权的选择是一个重要的因素。时间价值越高，你的潜在利润就越高。但是，较高的时间价值也伴随着较长的有效期间。以较长时间的锁定在期权头寸中换取时间价值。

4. 距到期的有效期间。时间越长，期权费就会越高。通过比较有效期间与期权费，你可能会发现期权费的微小变化可能意味着有效期间变动 3 个月。许多成功的期权卖方进行短期期权交易，通过时间价值和交易数量获利。长期期权往往因为锁定时间太长而限制了交易数量不能过多。

5. 期权费的数额是否能够抵补锁定头寸的风险。有些情况下，你可能发现所有其他的条件都有利于出售套头的看涨期权，但是期权费水平太低使你觉得不足以抵补所承担的风险。此时，你应耐心地等待更有利的条件。

成本平均

作为看涨期权卖方，你可以通过一种称为平均上移的策略增加你的优势。当购买股票后股价上升时，该策略使你可以对持有的股票出售价内看涨期权，由于你的平均成本总是低于你所支付

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的平均价格。（基价是指购买当前持有的所有股份所支付的价格总额。）如果你购买了100股份，其后股价上升，购买另外100股份可以使总成本降至当前的市场价格以下。表6.1说明了平均上移的影响。



平均上移——一种在股票市场价格上涨时购买股票的策略（以这种方式购买的股票的平均成本保持低于当前的市场价格，使得出售套头的看涨期权的投资者可以出售基价低于交割价格的价内期权）。

作为看涨期权卖方，平均上移策略有什么作用呢？当你出售几百股份的看涨期权时，应该考虑到股票价格下跌的风险。（这意味着你可以轧平期权头寸获利，也意味着你的股票投资将可能承受亏损。）例如，如果你有能力购买600股份，你可以以今天的价格购买全部的600股份；也可以先购买100股份，当股价变化至不同的水平时再分别各购买100股份，以使价格平均化。这意味着高得多的经纪人佣金，但是也可以降低购买股票所面临的风险。分期购买股份的优势在于使成本平均化，而不会在一笔交易中投入所有的资金使得风险太大。

例题：你在1月10日以每股$26的价格购买了600股份，以后市场价格下跌至$20，你的亏损是$3600。随后，价格上升至$32，使得该亏损头寸变为纸面利润$3600。

例题：你自1月份开始，在每月的10日购买100股份，股票的价格不断变化，至6月10日，你的平均成本为每股$29.5。（请参见表6.1）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6.1 平均上移

时期	购买股份	每股价格	平均价格
1月10日	100	$26	$26
2月10日	100	28	27
3月10日	100	30	28
4月10日	100	30	28 1/2
5月10日	100	31	29
6月10日	100	32	29 1/2

第二个例题中，你通过每月购买 100 股份降低了风险。只要股票价格保持上升的趋势，平均成本就一直低于当前的市场价格。该风险水平随着时间的流逝逐渐下降。请参见图 6.1。

通过平均上移，在一段时间中获取 600 股份，你也可以出售 6 份套头的看涨期权。因为你的平均成本是 $29.5，6 月 10 日的市场价格是 32，你可以出售交割价格为 30 的看涨期权，由以下两个方面获利：

√ 当股票的平均价格低于交割价格时，在期权交割时获利；

√ 该看涨期权价内 2 个基点，因此股票的价格变动与看涨期权的期权费水平呈一一对应关系。



平均下移——一种在股票市场价格下跌时购买股票的策略（以这种方式购买的股票的平均成本保持高于当前的市场价格，因此股票价格下跌的一部分账面亏损被吸收，使得出售套头的看涨期权的投资者在股票价格下跌时也可以出售看涨期权获利）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

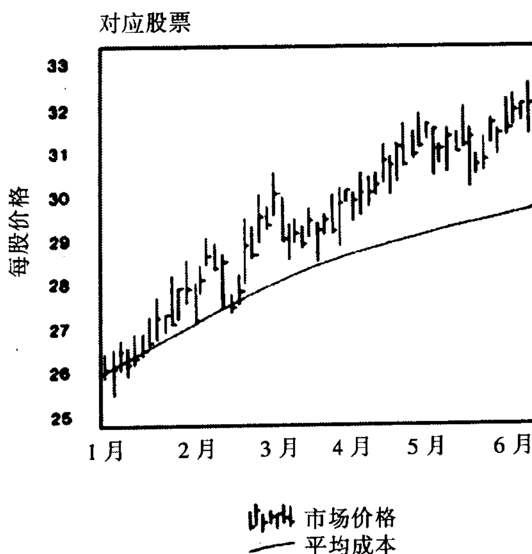


图 6.1 平均上移示例

作为看涨期权卖方，你也可以通过在一段时间内采取平均下移策略降低风险。表 6.2 表示了该种策略。

当前购买股票的一种风险是如果股票的市场价格下跌，你就

表 6.2 平均下移

时期	购买股份	每股价格	平均价格
7 月 10 日	100	$32	$32
8 月 10 日	100	31	31 1/2
9 月 10 日	100	30	31
10 月 10日	100	30	30 3/4
11 月 10日	100	27	30
12 月 10 日	100	24	29

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能无法出售套头的看涨期权，因为可以接受的期权费水平均要求交割价格在你的成本基价之下。如果基价高于当前市场价格，当期权被执行时你将承受亏损。如果你所出售的看涨期权交割价格较高，期权费将太低而没有意义执行该策略。此时的解决办法就是平均下移策略。

例题：你在 7 月份购买了价格为每股 $32 的 600 股份。价格上涨了 8 个基点，你获利 $4800。之后股票价格下跌至每股 $24，你的纸面亏损是 $4800。

例题：你自 7 月 10 日开始，每月购买 100 股份，7 月份的市场价格是每股 $32。至 12 月份，当前市场价格已跌落至每股 $24。但是，该 600 股份的平均成本是每股 $29。（请参见表 6.2）

如果采用平均下移策略，你的平均成本将总是高于当前的市场价格，但是将低于你初始时同时购买 600 股份的成本。请参见图 6.2。

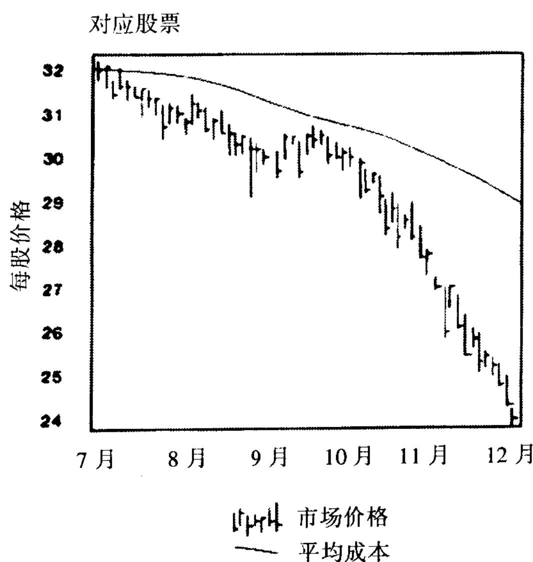


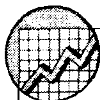
图 6.2　平均下移示例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有 600 股份，你可以出售至多 6 份套头的看涨期权。在以上的第一个例题中，你处于不利的情势中，你的基价是每股 $32，但是当前市场价格比基价低 8 个基点。你将不得不出售价外期权，由此期权费也将很少。例如，将 600 股份的价格锁定在交割价格 30 也是不值得的，因为一旦期权被执行，你将亏损每股 2 个基点。

在第二个例题中，你的平均基价是 29。通过出售交割价格为 30 的看涨期权，交割时你将获取每股 1 个基点的利润。与第一个例题比较起来有很大的差别，这也说明了看涨期权卖方是如何采用平均下移策略获利的。

平均上移和平均下移策略均是十分重要的工具，不仅对于出售看涨期权如此，对于购买股票也是如此。两种策略都称为成本平均。不管价格如何变动，该策略均会使平均成本发生有利的变动。



成本平均——一种在一段时间内按照不同的市场价格购买股份的策略（实施该策略使成本平均化。如果股票的市场价格上升，平均成本将总是低于当前的市场价格；如果股票的市场价格下跌，平均成本将总是高于当前的市场价格。）

分析股票

股票的选择应以基础分析、技术分析或两者相结合为基础。许多新手仅根据他人的建议购买股票，而根本没有理解别人推荐的基础，或者没有分析该股票是否符合个人的投资目标和风险标准。期权投资者最容易犯的错误是由于错误的原因而购买股票——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要是因为期权的价格有吸引力。一些期权的期权费高是由于对应股票的风险高。

基础分析——研究财务信息、公司管理、派息率及派息的持续性、波动性及股份数量、历史价格及稳定性——是分析股票的最常见方法。基础分析提供了分析股票价值的财务评估、安全性、获利成长的潜能、未来价格走势的有效方法。总的来说，这些因素被称为一个公司的“实力”。财务和经济因素、公司的管理、行业地位和实力、公司在行业内的竞争力以及其他一些指标均是基础分析的构成因素。基础分析者研究公司的资产负债平衡表和收支表，将之作为评判股票的基本财务文件。许多其他经济因素也会经常影响投资的判断，例如公司目前卷入的诉讼或者与产品相关的投诉、员工罢工、潜在的设备机器甚至产品的落后——任何可能影响公司盈利的因素都需要关注。

相比之下，技术分析者并非十分关注历史信息或者当前的财务状况，并基于这些指标分析股票的前景。技术分析者对财务数据的使用仅限于帮助分析趋势。他们认为趋势是预测未来的关键，而近期事件经常表示了趋势的方向。该信念通常用于预测股票价格的实际走势。大多数市场分析员承认价格短期变动的随意性，但是相信技术分析的人员认为从价格变动的实际模式中可以预测未来的走势。“图表分析者”是技术分析者的一种，他们研究价格变动模式以预测股票价格运动的下一步方向，甚至关注交易模式以正确预测股票的未来价格。技术分析者还跟踪公司股票的内部交易，研究许多其他市场技术指标。

关于基础分析和技术分析哪个更重要的问题，经常会引起人们的争论。基础分析学派认为，价格的短期变动完全是随机的，而研究公司的财务实力和竞争地位是分析公司股票的长期价值的最佳途径。技术分析学派强调，价格的变动模式和其他并不一定与财务信息紧密联系的指标。通过研究支撑线和阻力线、交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量、波动性、交易趋势和其他统计数据，技术分析者可以预测市场,并随之作出决策选择时机。

许多成功的投资者都认识到了基础分析和技术分析手段的价值，结合两种方法进行分析，制定决策，确定买卖股票的时机。真正明智的投资者认识到基础分析和技术分析都只是制定决策的工具，不应完全依赖这两种分析方法制定所有的决策，还应该具体情况具体判断。

看涨期权卖方不应忽视跟踪股票情况的重要性。有时他们可能会忽视股票本身，因为期权费就反映了即时的盈利或亏损。因此,看涨期权卖方可能倾向于忽视投资组合中对应股票的变动，而如果没有期权，该投资者可能会更多关注股票市场的变动。看涨期权卖方的注意力被其他要素所分散：股票价格的变动，但仅限于考虑交割价格和期权费；交割机会和如何延迟或避免交割；根据股票市价的变动滚动期权头寸等等。这种即时的关注与看涨期权价值有关，但是不会过于关心每位股票投资者均会问的问题:我应该继续持有股票或是出售?应该继续买入吗?该股份公司、行业或者市场发生了什么变动,可能会对投资产生什么影响?

作为看涨期权卖方,你也有时会想轧平看涨期权头寸并售出股票。例如,如果你持有某种股票的100股份,并且在过去的几年中出售了相关的套头看涨期权,你将什么时候售出股票呢？也许当前分析家说,他们认为该行业的受欢迎程度将下降;或者公司本身竞争力下降,股票价格可能会因此而下跌。你当然应该关注金融报纸中的这些信息,因为这可能是售出信号。也许此时你应该进行基础测试和技术测试,以关注你的投资组合中所选取的股票价格的持续变动——不管与这些股票相关的售出看涨期权的短期获利性如何。

基础测试

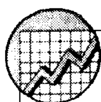
成功的看涨期权卖方不仅跟踪看涨期权价值和状态的持续变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

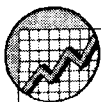
化，还会认真观测对应股票的变动。应该依据几个基础分析的指标来决定何时买入何时卖出。进行审慎投资的基本原则是，对股票基本面的重视应永远超过于对相关期权的潜在获利机会的考虑。

当前股票的市场价格（通常简称价格）反映了购买的个人投资者和机构投资者对股票价格的看法。影响该看法的因素是股票的派息率和当前市价和盈利之间的比较。

市盈率是评估股票价格的一种常用指标，在进行以下两种方式的比较时最为有效：与其他股票进行比较，或者对同一股票的前期市盈率进行比较。市盈率的计算方法是用股票的当前市场价格除以股票最近的每股盈利。



市盈率——股票市场投资者用来评估和比较股票的常用指标，将股票的当前市场价格除以最近期的每股盈利。



每股盈利——表示利润的一种常用指标，公司一年内或某时间段的净利润总额除以至财务报告的截止日期公司流通在外的普通股份数（其结果以美元为单位）。

例题：某公司的股票近期价格为每股 \$35，其最近的年度盈亏状况表显示净利润为 \$220000000，流通在外的普通股份数额为 35000000。计算出每股盈利为 \$6.29，市盈率为：

$\$35 \div 6.29 = 5.6$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例题： 某公司盈利 $95000000，流通在外股份数额为40000000，可知其每股盈利为 $2.38，股票价格是每股 $28，算出市盈率为：

$28 ÷ $2.38 = 11.8

基本原则是较低的市盈率表示较低的风险。在第一个例题中，5.6 的市盈率意味着其波动性低于第二例中市盈率为 11.8 的股票。但是用市盈率来衡量股票并不总是准确的，也不能作为判定股票的价值、风险和波动性的唯一工具。它可以作为一个趋势指标进行比较。从数学角度来看，市盈率的计算是有问题的，它比较的是不完全相关的因素。每股盈利反映的是公司的营运在一段时间内的获利性，而股票市场价格反映的是当前股票的供求关系所决定的价格。很显然，一个是历史性因素，而另一个是当前因素。

然而，使用市盈率确实可以对不同股票之间和一种股票的不同时间段进行较好的比较。该数字可以作为表示相对风险和潜在利润的有用指标。例如，某股票去年的市盈率可能是 15，而今年只是 10。该变动可以说明当前股票的市场价格与去年相比处于较适于购入的水平。

市盈率是一种重要的基础测试的指标，但是至少以下三种测试指标也是应该加以考虑的：

1. 衡量股票的当前收入的指标，派息率。计算方法是将每股普通股当前支付的股息除以股票的当前市场价格，结果以百分数形式表示。

2. 公司营运的获利性是由利润边际指标衡量的。这是衡量公司营运的最常见的指标。计算方法是将公司净利润除以总销售额，结果以百分数形式表示。

3. 另一个有用的基础性指标是投入资产收益率，表示股票投资者的收益率。将净利润除以投入资产额,结果以百分数形式表示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



派息率——每份普通股所支付的股息，将每股支付的股息除以股票的当前市场价格。



利润边际——衡量公司营运的最常见指标，将净利润除以总销售额。



投入资产收益率——表示公司股权投资者收益率的一种基础性指标，将净利润除以投入资产的金额。

这些基础测试指标都应与以同样方法计算出的前期数据进行比较，只有这样才会有实际意义。只有在一段时间内持续跟踪财务信息，并且当它们确实反映了一定的趋势时进行判断才有意义。

市盈率指标决不能作为决定何时买卖的唯一指标。基础分析应该是综合性的，包括在一段时间内透彻研究所有有用的基础测试并进行走势分析。

技术测试

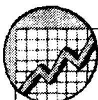
将基础分析和技术分析相结合是一种判断股票市场和单个股票走势的较好方法，可以帮助你决策是否进行买卖和何时进行买卖。

一种重要的技术分析指标是特定股票的交易量。你可以将交易量分析应用于整个市场，分析交易量是高或是低，整体数量是

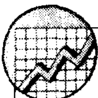
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上升或是下降。如果交易量上升，说明对某种股票的兴趣增大。当然，“兴趣”并不总是代表投资者愿意买入。高交易量伴随着股票市场价格的下跌代表着投资者的兴趣较大，但是希望售出，而不是买入。对股票的兴趣增加通常伴随着价格向某个方向或者另一个方向的变动。有时，你会注意到交易量的突然放大，但是股票价格变化不大，这意味着买卖双方认可该股票的当前交易价格区间是合理的；但是由于不同的原因，多于平常数量的投资者同时交易该种股票。

图表分析者（跟踪股票价格变动的模式和趋势的技术分析者）试图寻找股票的支撑位，即在当前情况下被认为是可能达到的最低价格水平。该种股票的价格不太可能低于该水平。他们也试图寻找股票的阻力位，即在当前情况下被认为可能达到的最高价格水平。该种股票的价格不太可能高过该水平。最后，图表分析者还试图确认突破模式。突破发生于当某种股票的价格下跌低于支撑位或者上涨超过阻力位时。通过观察股票价格图表的模式和趋势，进而预测价格的未来走势，有助于图表分析者理解股票价格如何运动和为什么这样变动。



支撑位——某种股票的特定价位，被认为是在当前情况下可能达到的最低交易价格水平，股票价格不太可能下跌低于该价格。



阻力位——某种股票的特定价位，被认为是在当前情况下可能达到的最高交易价格水平，股票价格不太可能上涨高于该价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



突破——股票价格上涨高于阻力位或者下跌低于支撑位。

对于期权投资者来说，理解股票的支撑位、阻力位和突破也是有意义的。支撑位和阻力位很有可能是交易价位的界限，不过有时也会发生突破。但是在短期内，以过去的价格变动趋势为基础，股票价格图表可以帮助你确定发生突破的风险，由此可以判断你的投资组合中的期权的对应股票的波动性是否适合于你所采取的策略。

股票的另一个技术指标是高低价格水平。过去一年中的最高价格和最低价格区间提供了有关该股票的有用信息。还可以看出今天的市场价格与历史交易区间相比处于什么水平。详细的股票列表通常会列出过去 52 周中交易价格的最高值和最低值。因此当一种股票的交易区间为每股 $26 至 $45，其当前市场价格是每股 $44，你就可以知道其当前价位已经非常接近于年度高点。

一些投资者只有在股票价格处于区间中段时才比较放心购买，另一些投资者观察整体模式，购买价格处于上升阶段的股票。这些决策模式都需要由每位投资者自己决定，因为一个人关于交易区间模式的观点对于另一个人来说不一定正确。你也需要认识到有些股票的变动遵循一种模式，而另一些——特别是不同的行业的股票——变动模式不尽相同。

基础分析和技术分析都不应孤立使用。你所拥有的信息越多，作出明智决策的可能性就越大。你可以评估所持有的股票发展的长期趋势，结合基础分析和技术分析，制作一张图 6.3 所示的股票评估工作表。在每周或者每月填入数据之后，就可以比较派息率和市盈率（基础测试）以及高价/低价和结算价区间（技术测试）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票名称 ____________

日期	派息率	市盈率	高价	低价	收盘价

图 6.3　股票评估工作表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于许多投资者来说，进行分析的问题就在于需要时间。可选择的股票有几千种。作为期权投资者，你具有一个优势：你可以将分析限制在列表期权交易的相对较小数量的股票中。虽然这种股票数量也不少，但总是少于构成整个股市的所有股票。你还可以根据分析机构的评级——例如，标准普尔的价值分析——选择评级较高的股票以进一步减少选择的范围。

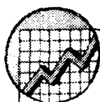
确定应用哪种测试

相关书籍可能会介绍成百种可能的基础测试和技术测试的方法。如何选择最有价值的测试呢？这是一个很难回答的问题，因为答案很大程度上依赖于你个人的意见。

在决定如何选择分析工具之前，你应该先对市场的特点有一定的了解：

1. 股票价格通常与基础面没有太大关系。众所周知，股票市场是一个竞价市场。这意味着特定股票（或者期权）的价格反映了当前市场对价值的理解，并不一定是反映公司的真正财务状况和潜力。如果仅评估与价格相关的信息，则实际上你并没有真正研究公司的特点，只是在研究市场对股票的当前价值的看法。

2. 公司持有资产的真实价值并不是影响价格的因素。你将发现许多情况下，公司股票的账面价值与当前股票的市场价格无关，通常会远低于市价，但是有些情况下也会高一些。由于投资者对市场的理解决定了股票价格，股票的实际账面价值就可能被忽略了。

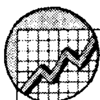


账面价值——公司股份的实际价值，更准确地称为每股账面价值。指公司资本额（资产减去负债）除以流通在外的股份数额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 历史数据并不是可以完全信赖的指标。你可能试图藉此预期行业内的价格模式、利润或竞争力；但是，事实上历史并不总能说明基础测试和技术测试中的未来趋势。你分析的所有指标可能都符合市场走势，但是它们不能提供担保。你可以通过分析、演绎、比较作出有根据的猜测，但是你不能准确地预测未来，即使是拥有完善的历史数据。

4. 股票价格可能很大程度上具有随意性。一些人相信随机漫步理论，认为所有价格的未来变动都是随机的——股票价格有50%的几率上涨，也有50%的几率下降。该理论认为当前价格反映了公司的所有已知信息，因此未来的价格变动是由几率决定的。



随机漫步理论——一种关于市场定价的理论，认为股票价格无法预测，因为其价格变动是完全随机的。

5. 可以研究任何数量的不相关因素，但是似乎得不到重大成果。在技术分析的王国中，人们进行了无数研究，试图将市场价格与不相关的社会或者自然事件联系起来。关于市场的预测曾经被与运动的胜利、天气状况联系在一起，这些不相关因素在预测未来价格走势时均不起作用，投资者们已经不愿意投资于研究这些理论，还是让这些理论的发起人自己研究吧。

6. 常识是最好的技巧。成功的投资需要研究、分析和比较，并不容易。市场并不是使人们快速致富或者不用努力就可以大幅获利的地方。经常有一些说法，某些方案或者技巧可以使你在非常短的时期积聚大量的财富，不用太多资金，没有任何风险。短期操作看起来很有吸引力，但是要记住，在股票市场中赚钱很不容易，永远不要忽视风险的存在。最重要的是，在进行任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何评估时运用常识。如果你拥有全面的信息，以调研和努力工作为基础，并且运用常识作出最后决策，你就会击败大多数普通人成为股票市场的成功者。

对看涨期权进行分析

为选择可以出售看涨期权的相关股票，你需要先选定一种可以接受的股票。这通常意味着你需要一定程度的短期价格波动性而没有过度的风险。波动性分析是一种适用于研究股票价格稳定性的技术分析方法，也是分析出售看涨期权的一种较好的工具。适于出售看涨期权策略的理想的相关股票是在条件相当的股票中价格波动性适中的一种。波动性不是一个常数，而是随着变化的市场状况变化的。价格波动性的测试是一种依据历史数据进行的回顾性测试。波动性分析计算 12 个月中的价格变动的百分比，以价格在该区间内的变动净值除以该期间内的最低价格。

例题：你想计算希望购买的一种股票的波动性。在过去的 12 个月中，价格变动区间是每股 \$28 至 \$49。将高低价格之间的差异除以低价，表示为百分数形式，再乘以 100：

$$\frac{\$49 - \$28}{\$28} \times 100 = 75.0\%$$

例题：你对另一种股票进行了波动性测试。其去年的价格区间是每股 \$67 至 \$72。波动性是：

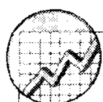
$$\frac{\$72 - \$67}{\$67} \times 100 = 7.5\%$$

第二例中的股票的波动性明显低于第一例中的股票。该百分数简单表示了交易范围，是看涨期权卖方的一个有用的指标。较小的价格变动区间意味着第二种股票的价格变动更适于预测一些（波动性较小）。如何选择出售看涨期权的最优股票呢？价格波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动性很小或者为零，将使得看涨期权费较低，不足以抵补所承受的风险。对于波动性非常大的股票，期权费将高得多，但是风险也同样大得多。你需要选择一种波动性适中且期权费较为合适的股票。

基础测试和技术测试不仅可以用于分析股票的价值，也可以用于确定出售套头的看涨期权的时机。除波动性以外，还应分析股票的贝它(β)系数，测试股票的相对波动性。价格波动性指标只关注于一种股票的价格趋势，而贝它（β）系数用于将特定股票的价格变动与整个股票市场指数的变动相比较。贝它为1意味着某种特定股票的价格变动幅度与市场整体相同。贝它为0意味着股票的价格独立于市场变动，整体股市的价格变动对其没有影响。贝它为2意味着股票的变动比大势强烈，与市场同方向变动，但幅度更大。



贝它（β）系数——一种衡量特定股票价格的相对波动性的指标，源于比较特定股票的价格变动幅度与更大范围的股票价格指数的变动幅度。

例题： 去年，综合指数——股市总价值——上涨了大约7%。你所持有的股票也上涨了约7%，所以该股票的贝它系数是1。如果你所持有的股票上涨14%，其贝它系数为2。

作为基本原则，波动性较高的股票的相应期权的时间价值就应该较高。也就是说，贝它系数较高的股票的时间价值的衰减速度将快于普通的股票。如果你购买高贝它值、高时间价值的股票并出售看涨期权，你可能收到较高的期权费，但是你所持有的投资组合波动性也较大。

由于高贝它值的股票的时间价值通常较高，期权费——就像股票的市场价值——也更难以预测。特别高的时间价值，并且在短时间内迅速衰减看起来似乎对看涨期权卖方有利，但是不利之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处在于股票价格的过分波动性。

例题：你持有某种股票的 100 股份，购买价格是每股 $62。近期你出售了一份 5 月到期的交割价格是 65 的看涨期权，收取期权费 5。上周该股票下跌 6 个基点，你的看涨期权的价值下跌为 1。你买回该期权，并获利 $400。但是，同时你在对应股票投资上的亏损是 $600。

除了波动性和股票的贝它系数之外，套头看涨期权的卖方也可以跟踪看涨期权的得尔它(δ)系数的变化趋势。当期权费和对应股票的价格变动额相同时，得尔它为 1.00。在期权的得尔它系数上升或者下降时，你可以观察期权价格与股票价格在当前价位的相关性，观察当到期日临近时得尔它的变化。这种分析可以使你了解特定股票和对应期权的互动关系。



得尔它——期权价格相对于对应股票价格的变动幅度。（如果看涨期权价格的变动幅度大于对应股票的变动，称为“向上的得尔它”；如果看涨期权价格的变动小于对应股票的变动，称为“向下的得尔它”。用于看跌期权的术语则相反。）

典型的期权当处于深幅价内时，得尔它应趋近于 1.00。价格每变动 1 个基点，期权价格的变动将非常接近于 1 个基点。时间价值对深幅价内期权的价格并没有太大影响。时间价值的变动更多与到期日的临近有关，而与对应股票的价格变动关系不大。

当期权处于平价时，你可以观察得尔它值以判断期权价格的变动。例如，如果某平价期权的得尔它是 0.80，股票价格每变动 1 个基点，可以预期期权价格将变动 0.8 个基点。当到期日临

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近，时间价值衰减时，情况将有所不同；同时，股票价格变动的方向也将影响期权价格的变动。

例题：你跟踪某种平价看涨期权的动向。其交割价格是35，对应股票的当前市场价格是每股 $47。你注意到股票价格每变动 1 个基点，期权价格也相应变动近 1 个基点。差异仅在于时间价值的衰减。

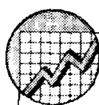
例题：另一种期权当前处于平价状态。你注意到当对应股票的市场价格变动时，大约会使期权价格变动 80%。该期权的得尔它是 0.80。

例题：第三种期权是价外期权。其交割价格是 65，但是对应股票的当前市场价格是每股 $52。股票市场价格的微小变动对于期权价格影响很小或者几乎没有影响，因为当前的期权费完全由时间价值构成。当交割价格与股票的当前市场价格之间的差距扩大时，你发现对期权价格的影响将更小。该期权随着价外幅度加深，得尔它逐渐衰减。

不管你是期权的买方或者卖方，得尔它指标都可以使你更清楚地了解目前期权与股票之间的关系，使你能够更好地把握买卖时机。

你可以使用的另一个有用的指标是未平仓合约额。简单地表示某种期权的未平仓的合约数额，可以使你了解当前市场对于特定期权的关注程度。例如，6 月份到期的交割价格为 40 的看涨期权上个月的未平仓合约数为 22000，今天仅有 500 份合约。该数量变动有几方面的原因。由于当前期权距平价状态越来越远，未平仓数额由于交割、平掉出售的合约或合约滚动前移而减少。卖方有意于时间价值衰减时平仓，买方也有意于平仓获利或者承受亏损。当到期日临近时，开立的新合约也较少。另外，未平仓合约数额的变动也反映了买卖双方对于该股票的看法改变。不幸的是，未平仓合约本身并不告诉你变动发生的原因，需要具体情况具体分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



未平仓合约数额——给定时间的特定期权的未平仓合约的数额，可用于衡量市场对于该期权的兴趣。

应用得尔它系数

深幅价内的看涨期权的得尔它系数应是 1.00。作为基本原则，你可以预期期权价格的变动与股票价格的变动呈现一一对应的关系。有些情况下，期权的得尔它系数将发生意料之外的变化。例如，如果一份价内看涨期权的价格上涨 3 个基点，但是股票价格仅上升 2 个基点（得尔它为 1.50），该时间价值的变动表现了投资者认为该期权价格不止当前的价格。请参见图 6.4。

时间价值的变动有时是不可预测的，一般而言不会随时间的消逝而增加。但是有时也会随着期权而有所不同，对于相同的期权，不同的时点可能表现也会不同。市场总体对于未来价格（包括看涨期权和对应股票的价格）的预期改变，也会影响期权的时间价值。

你可以跟踪一份看涨期权的得尔它变动以制定决策并确定实施的时机。

例题： 你以每股 $48 的价格购买了某种股票的 100 股份。昨天，该股票的市场价格由每股 $51 上升至 $53，主要原因是市场传闻公司的盈利状况超过预期。交割价格为 60 的期权价格由 4 上升至 8，上涨了 4 个基点。得尔它是 2.00：股票价格仅上涨 2 个基点，而期权价格上涨了两倍（200%）。

如果一份看涨期权的价格变动大于对应股票价格的变动，可以认为是一个开立套头的看涨期权空头头寸的信号。你可以使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

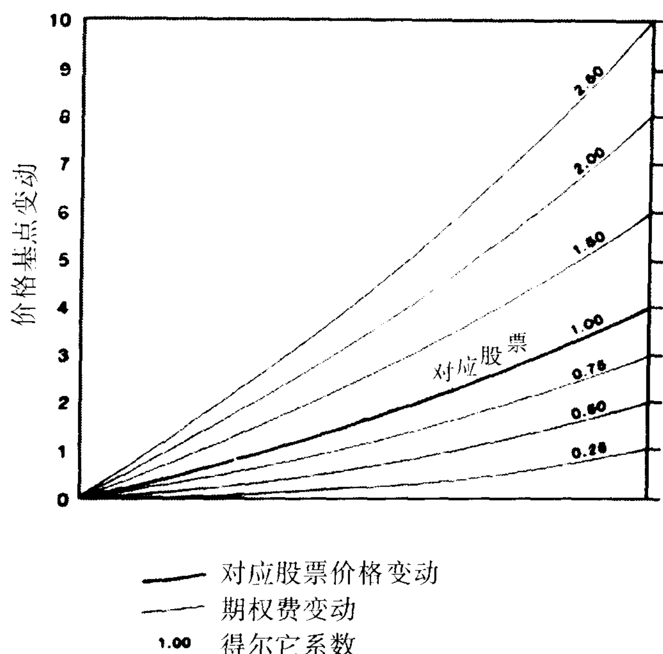


图 6.4 期权得尔它系数的变动

得尔它系数跟踪市场对期权和对应股票的看法，利用时间价值的扭曲获利。这种扭曲往往非常短暂，在很短时间就会调整回来。

当你开立了套头的看涨期权头寸，正在考虑平仓时，也可以使用相同的策略。例如，你所持有的看涨期权处于价内，对应股票价格下跌了 2 个基点。同时，期权价格下跌了 3 个基点，得尔它为 1.50。如果这是得尔它的暂时偏离，意味着时间价值人为的暂时扭曲，你可以立即平仓而获利。这种情况也可能代表了市场对于股票，或者期权，或者两者的看法发生了变化，可以看成是该股票的风险水平将会发生变化的警示信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遵循你自己的理解

所有对股票和期权的分析都是一种估计。你不可能对决策和时机都把握得极为准确，但是必须结合基础分析和技术分析得出自己的理解和判断。作为看涨期权卖方，除了关注当前的看涨期权价格之外，也不应忽视对对应股票的研究。购买股票时应假设自己是一个长期投资者，从未打算出售看涨期权的角度来考虑股票本身的价值。

将出售套头的看涨期权看作对股票提供部分的下方保护，同时增加股票投资总收益的措施。作为交换，你损失了股票价格突然大幅升高时获取潜在的资本利得的机会。固定的交割价格可以保证你获取有限的持续的利润，但是将不能获取可能出现的大额利润。如果出售看涨期权与你的长期目标，甚至与你的短期目标有矛盾，你就不应该进行该投资。例如，如果你购买某种股票是因为认为其目前价格低估，将在不远的将来价格大幅提升，你就不应出售看涨期权锁定交割价格。

例题：去年，你购买了某种股票的300股份进行长期投资。你并不打算出售该股票，正如你所预期，该股票的市场价格近期小幅上涨。你的经纪人鼓励你对这些股份出售看涨期权，以获取潜在的额外收益和下方保护。经纪人指出，即使期权被执行，你仍将获利。你认为购买该股票的首要原因是长期增值，所以你拒绝了该提议。出售看涨期权违背了你购买股票的初衷，也不符合你的投资目标。

通常你可以通过向上滚动和向前滚动策略避免所持有的看涨期权合约被执行。但是，有时候也可能价格突然大幅上涨使得交割不可避免，或者该看涨期权被要求提前交割。作为看涨期权卖方，你需要现实地理解这些风险；潜在的未来利润的损失可能不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足以用期权费收入来抵补。出售看涨期权时，总是存在交割的可能性。你需要评估看涨期权费、有限的资产利得、股息和获利的确定性，并作出满意的决策。你也需要情愿在被要求交割时放弃该 100 股份。

不要忽视跟踪研究各类股票并且评估其优点的重要性。通过预备一份如图 6.5 所示的股票表现图，你可以每周跟踪股票的价格变动。一份完整的图表可以帮助你制定计划并确定出售股票的时机，如果你希望继续持有股票，也可以帮助你确定出售看涨期权的时机。

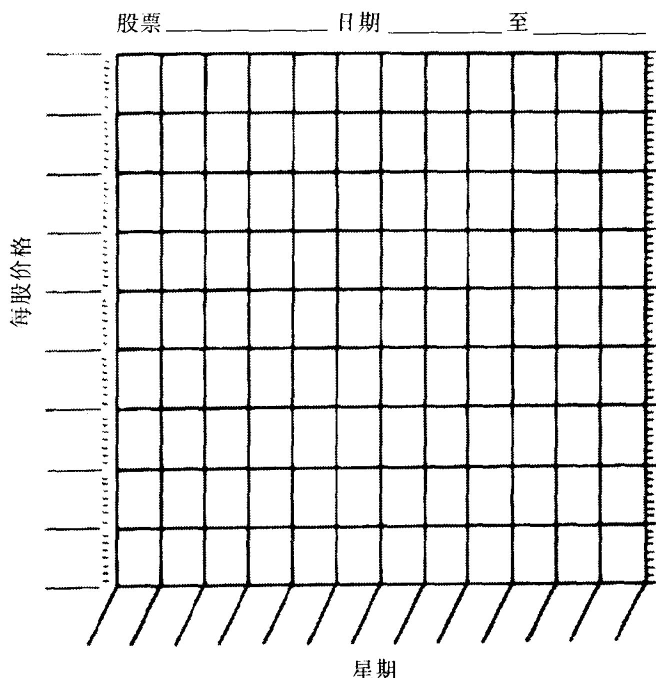


图 6.5　股票表现图表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

若想成功投资于出售看涨期权，你应该同时跟踪股票和期权。如果你在看涨期权投资中收益较丰，但是股票投资亏损，或者你所持有的股票近期没有升值的潜力，这种投资意义都不大。

例题：去年，你分别购买了四家公司各 100 股份。接下来，你对四种股票都出售了套头的看涨期权。今天，尽管股市整体走高，但该四种股票中的三种的市场价格都低于初始购买成本。将出售期权的总利润和收取的股息加起来，也不能够弥补股票的纸面亏损。如果你今天出售所有的 400 股份，你将承受亏损。

当然，在这种情况下，如果没有出售看涨期权亏损将更大。但是，你应该注意这些特定股票的初始购买成本。购买期权是唯一的理由吗？这些公司的股票波动性较大，可以仅仅因为想出售相关期权就进行购买吗？如果不打算出售期权，你还会购买这些股票吗？价格相对稳定、安全的股票一般时间价值较低，出售相关期权看似吸引力较小。波动性较大的股票一般时间价值较高。

也许出售看涨期权的最大风险就在于希望购买期权费较高的股票。投资于出售看涨期权并使投资总体获得成功的最佳方法就是优先考虑股票，其次考虑期权。

首先，明智地选择股票，并持有一段时间等待升值。这使你对看涨期权的选择具有较大的灵活性，同时也从几个方面保证利润：看涨期权费、股息和股票的资本利得。深入地分析和比较应该是你选择股票的基础。听取别人的意见，阅读调研报告，研究基础分析和技术分析指标，确定你认为可以接受的风险水平。

第二，把握合适的时机，在当前市场价格高于你的基价（购买成本）和看涨期权的交割价格时，出售你所持有的股票的看涨期权获利。

耐心是看涨期权卖方应该培养的优点。机会最终会显现出来，但是太多的新手都没有耐心。他们希望立刻行动，最终犯了错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将原则记录在纸面上

制定目标帮助你在投资市场获得成功。对于期权和股票的选择都是如此。通过制定目标并记录在纸面上，你将增大成功的机会。可以从以下几个方面记录你的投资标准：

1. 整个资产组合长期目标；
2. 你认为可以帮助你达到目标的策略；
3. 投资组合中每种投资所占的百分比；
4. 定义风险的几种形式；
5. 你所进行的投资的购买和出售水平；
6. 检查和修订目标的原则。

写下自己原则的投资者比其他人更容易获得成功，不记下自己的投资原则的人容易忽略或者不执行规则。一个不制定目标的人的生活就可能没有方向，在投资市场也是如此。原则和标准帮助我们确定必要的步骤并获得成功。

下一章将解释出售看跌期权的策略如何应用于几个不同的目标，包括对长头寸提供保护。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

出售看跌期权

第五章深入分析了出售看涨期权的特殊风险。每位看涨期权卖方都需要认识到对应股票的价格可能无限上涨。对于未套头的看涨期权的卖方就意味着无限风险。对于套头的看涨期权卖方，可能意味着获取未来利润的机会损失。

出售看跌期权的情形完全不同。看跌期权卖方希望对应股票的价格上涨。如果确实上涨，看跌期权的价值将下跌，卖方将实现利润。但是股票市场价格下跌时将承受何种风险呢？由于价格最低可能是零，理论上的最大风险容易算出：是交割价格和零之间的差额。但是，在现实中，该风险局限于交割价格和每股账面价格之间的差额。即使对应股票价格剧烈下跌，风险也有限。当股票市场价格下跌时，看跌期权卖方的真实亏损有限，因为股票的账面价值代表了可能下跌到的实际最低点。

每股账面价值是实际支撑水平。许多受欢迎的股票的交易价格大大高于账面价值，但是，出售看跌期权时也应该牢记市场风险因素。每股账面价值应该被看作出售看跌期权所承受风险的合理最大值。你可以假设，除了极少数的情况之外，股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格都不应跌落至每股账面价值以下。因此一种股票近期售价为每股 $50，账面价值为每股 $20，可以认为最大下跌风险为 30 基点（每股市场价格减去每股账面价值）。

看跌期权是一种有权利出售对应股票的 100 股份的选择权。因此，当你出售一份看涨期权时，你赋予了期权买方在到期之前，按照既定的交割价格出售特定股票的 100 股份的权利。换句话说，为了换取期权费，你愿意以交割价格购买 100 股份，即使股票市场价格下跌低于该价格。当然，风险在于股票的市场价格将跌落于交割价格以下，而你将被要求以较高的价格购买 100 股份。

作为看跌期权卖方，你可以在特定交割价格范围内选择看跌期权以减少风险暴露。例如，如果你出售交割价格为 50 或大于 50 的看跌期权，你的最大亏损区间将是 50 基点，或者每 100 股亏损 $5000。但是如果你出售交割价格为 25 或小于 25 的看跌期权，则每份看跌期权的最大亏损将仅有 25 基点。

评估股票价值

如果你认为对于某种股票的 100 股份来说，交割价格处于合理并且有吸引力的水平，出售看跌期权具有两个优点：

1. 你出售看跌期权可以立即获取现金收入；
2. 期权费降低了股票的成本，减少了风险。

如果你愿意支付交割价格购买股票——意味着你认为价格是合理的——出售固定交割价格的看跌期权就是一项较好的策略。你愿意支付该价格购买股票，并且当期权被执行时，你也将被要求购买。风险在于股票的市场价格可能跌落低于该水平。如果看跌期权被执行，你将购买 100 股份，而购买成本高于当前市场价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你计划持有股票进行长期投资，以高于市场价格的水平购买股票是可以接受的。但是，在相信投资从长远角度看将会获利的同时，你需要承受暂时的纸面亏损。明确该风险之后，能否出售看跌期权就看个人的选择了。为获取即时收入，你将承受高价购买股票的风险，你需要等待市场上升，而这需要时间。如果仅出售与你所愿意持有的股票相关的看跌期权，则可以接受该风险。

例题：你出售了一份交割价格为 55 的看跌期权，收取期权费 6（$600）。你认为每股 $55 是购买该股票的合适价格，到期前，该股票的市场价格下跌至每股 $48，该看跌期权被执行。你被要求购买 100 股份，为此支付了 $5500，比该股票的市场价格高 7 个基点。

本例中，有以下几点需要特别注意：

1. 只要你仍然认为每股 $55 是购买该股票的较好价位，该结果就是可以接受的。你会认为当前的市场价格（$48）只是该股票的暂时下跌，未来将会反弹。如果你的假设是正确的，纸面亏损将只是暂时的，对你来说将不是问题。

2. 当你出售该看涨期权时收取了期权费 $600，使你购买股票的实际基价降低至每股 $49（股票购买价格 $55 减去期权费 $6）。因此在期权被执行后，你的实际基价仅比当前的市场价格低 1 个基点。

3. 如果股票的市场价格不是下跌，而是上升，你出售该看跌期权已经获利。该期权将不会被执行而是最终无效过期。在这种情况下，期权费 $600 将完全是利润。因此，对于并不希望实际购买 100 股份的投资者来说，在一个上升的市场出售看跌期权可以在有限的风险暴露下获取利润。

以获取期权费收入为唯一目的的看跌期权卖方应该选取他们认为最有可能升值的股票。对于股票和市场整体的基础和技术测试可以应用于选择对应股票和相应的看跌期权，这样，即使最终

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期权被交割，你所需要购买的股票也将是你愿意持有的股票。期权费收入的高低仅是需要考虑的一部分，你还需要认真评估股票本身和投资风险。

风险评估

第六章中我们阐述了股票的选择对于看涨期权卖方的特定风险。特别需要注意的是，波动性越大的股票的期权费水平将越高。这意味着套头的看涨期权卖方有可能倾向于购买风险较高的股票以获取相关期权的较高时间价值。

对于看跌期权卖方也存在着相同的风险。你将会发现对于看跌期权而言，期权费中较高的时间价值往往伴随着对应股票的较大波动性。出售看跌期权和出售看涨期权获利的价格变动方向不同，但是选择对应股票的风险相同，应该注意的特性也是一样的。在出售看跌期权时，存在的风险在于股票的市场价格下跌。跌幅越大，亏损越大。投资者选择出售的看跌期权的关键不应该是期权费的大小，而应该是是否愿意购买相关股票。

由此可见,两种策略下评估股票的原则是不同的。两者应对股票应用同样的基础分析和技术分析测试,但是,差别在于套头的看涨期权卖方在出售看涨期权时持有对应股票，而看涨期权卖方只在期权被执行时才愿意购买对应股票。由于并不是每笔看跌期权都会被交割,看跌期权卖方的杠杆效应大于看涨期权卖方。出售看跌期权的唯一限制在于你所愿意在同一时间承受的空头风险的大小——当然还有你的经纪人允许你承受的风险水平。空头通常需要承担风险的，如果市场走势突然下行，你的投资组合中的所有空头的看跌期权价值都将下跌(对于卖方而言不是好消息)。如果同时被要求执行的期权太多,你可能无力负担全部的交割。当这种情况确实发生时,你的经纪人将强制出售某些股份——你将承担亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制定目标

在出售看跌期权时，你有四种可能的目标：获取短期收入，利用经纪人账户中的闲置的现金存款，购买股票或者减税。

目标 1：获取收入

获取收入，这是出售看跌期权的最普遍的原因，同时也是最直观的：从期权费中获取短期利润。在理想状况下，你所售出的看跌期权的价值下跌，可以以较低价格购回（平仓）获利。作为卖方，时间对你有利，因此当出售时间价值较大的看跌期权时，你获利的机会增大。而通常较高的时间价值是与较高的风险相联系的。

例题： 1 月份，你出售了一份 6 月份到期的交割价格为 45 的看跌期权，收取期权费 4。当时，对应股票的市场价格是每股 $46。由于市场价格高于交割价格，期权费全部为时间价值。（记住，看跌期权的价内与看涨期权相反。）如果股票的市场价格保持在每股 $45 或者以上，该看涨期权最终将无效过期。如果到期日之前，股票的价格在每股 $41 至 $45 之间，你将获取有限利润或者正好盈亏平衡。每股 $41 的价格是交割价格减去你所收取的期权费。

空头头寸可以随时平仓。作为卖方，你可以简单以当前的市场价格买入相同的合约轧平头寸。但是，请记住，未平仓的头寸也可能随时被买方要求履约。因此，不论你何时出售看跌期权，你都会暴露于交割风险之下，当交割发生时必须愿意购买对应股票。如果股票的市场价格下跌至交割价格以下，交割随时都可能发生。你出售看跌期权时收取了期权费，但同时承担了可能会以高于市场价格购入股票的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

聪明的看跌期权卖方总会关注潜在的利润与亏损区间，并且事先计划在什么价位轧平头寸，何时开立头寸。如果不可能获利，最好的可能结果就是承担有限亏损。图 7.1 表示了一份看跌期权的利润区间和亏损区间的示例。在该例中，交割价格是 50，看跌期权费是 6。这表明了在股票价格处于每股 \$44 至 \$50 的区间中，将获取有限利润；低于该价位区间，将出现亏损。

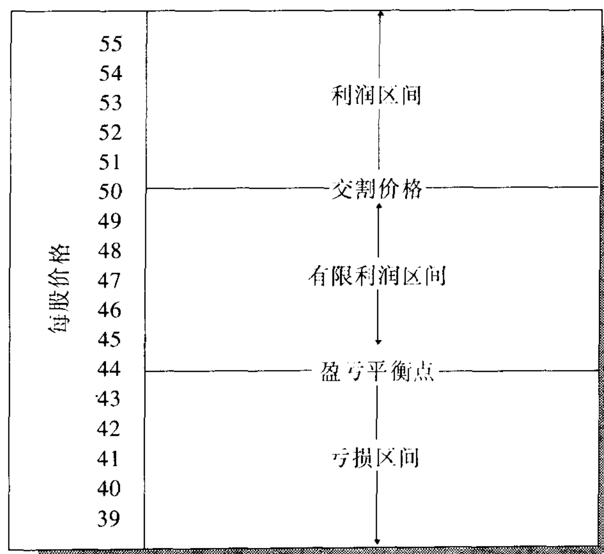


图 7.1　出售看跌期权的利润与亏损区间

例题：你出售了一份交割价格为 60 的看跌期权，收取期权费 5。本例中，你的利润区间是持平或高于交割价格的价位。如果对应股票的市场价格下跌低于每股 \$60，但是持平或高于每股 \$55，你将获取有限利润（因为你出售期权时收取了期权费 5）。如果对应股票的市场价格下跌低于每股 \$55，将处于亏损区间。

也许你认为，你可以选择市场价格将持续保持于或者高于交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

割价格的股票，通过在不同时间持续重复出售看涨期权获取利润，同时不用承受交割的风险。但是，这种想法是不现实的，不能忽视股票价格大幅下跌的风险。记住出售看跌期权的基本原则：你应该愿意以交割价格购买对应股票的 100 股份，你认为交割价格是该股票的合理价位。如果当前股票价格低于交割价格，你应该相信股票价格最终会反弹，该购买仍然值得。

出售看跌期权的最大风险之一是交割，可能会给投资者造成问题。你所持有的投资组合可能成本过高，需要较长的时间使市场价格反弹至你的基价。

例题：在过去的几个月中，你出售了 5 份看跌期权。本月，市场价格大幅下跌，分析师称之为修正。你所出售的 5 份看跌期权被同时要求交割，你需要购买 500 股份。你目前的所有资金均被套牢于这些股份，整个投资组合的基价高于当前的市场价格，同时市场价格看起来变动得很慢或者几乎没有变动。即使考虑收取的期权费，你的资产成本仍然过高。市场价格的该次下跌非常突然，属于意料之外，因此你的亏损较大。此时，你只有等待该股票的市场价格未来会反弹。

通过看跌期权的交割而获取的股票的净成本水平等于交割价格减去出售期权所收取的期权费。当股票价格大幅下跌时，不要忽视购买股票的成本远高于市场价格的可能性。即使你认为期权的交割价格是合理的，这也是当前的判断，当市场下跌后你可能会改变看法。价格大幅下跌后往往需要较长时间恢复。

当你出售看跌期权时，经纪人可能会要求在账户中存放现金存款或者证券以满足保证金需要。不管何时开立空头头寸，经纪公司都希望在出现不利结果时受到保护。如果你持有一定数量的看跌期权空头，经纪公司需要得到担保在期权被执行时，你有财力履约买入相应的股票。从经纪公司的角度来看，如果你不能履约，公司将不得不承担亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使仅从经纪公司的风险和所需存入的保证金角度来考虑，你也应该限制在同一时间出售的看跌期权的数量。另外，投资者都不可能承受无限风险。你在某一时刻所持有的看跌期权头寸不能超过你当时可以负担的以交割价格购买的对应股票的份额。

例题：今天，你持有 $12000 可进行投资。按照传统观念，你可以购买尽量多的股份，市场价格等于或者小于 $12000。但是，如果你不想购买股份，而想代之以出售看跌期权，你需要积蓄一些资金以预备可能的交割。在这种情况下，你所设定的交割价格不能超过 120 基点。

此时，你可以选择出售 3 份期权，每份的交割价格等于或小于 40；或者出售 1 份期权，交割价格为 120；或者出售任何数量的期权，交割价格的总和不超过该基数。在此可以引出另一论点：将投资分散于几种不同的看跌期权可以降低风险。相比之下，出售单一种类的看跌期权意味着你的潜在风险全部集中于一家公司。

经纪公司可能会允许你出售潜在交割额超过你所持有的现金额的看跌期权。但是，如果期权被交割，所需支付金额超过你的购买能力，你就需要补足保证金账户的差额——最基本的方法是向经纪公司借款并偿付利息。这将进一步增大你投资于看跌期权的损失。

不管你何时出售看跌期权，你均暴露于交割风险之下，不能像出售看涨期权时对头寸进行套头。出售未套头的看涨期权将使你暴露于无限的风险之下，但是，这与出售看跌期权也不相同。出售看跌期权的头寸不能直接套头（除非通过购买其他期权，我们将在第八章讨论）。“套头的看涨期权”指的是将出售看涨期权与持有股票结合起来，但是类似的策略对于看跌期权并不可行。（有种策略称为“套头的看跌期权”，指在出售一份看跌期权的同时卖空对应股票的 100 股份，将收益保护在收取的期权费水平。如果对应股票的价格上涨超过该水平，空头寸就没有完全得到保护。因此，在实践中，你不可能像对出售看涨期权进行套

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头那样对出售看跌期权进行套头。考虑到期权的多种用途，“套头的看跌期权”并不是可行的策略。）

看跌期权卖方所采取的策略与看涨期权卖方有所不同。对于套头的看涨期权卖方而言，交割并不一定是不利因素；有时，交割也有一定的好处甚至是卖方期望出现的结果，有可能获利。但是当看跌期权被执行时，股票总是以高于当前市场价格的价位分配给期权卖方。只有当该分配出现于有限利润区间时才可能获利。这意味着你购买股票的净基价（交割价格减去收取的期权费）低于当前的市场价格。考虑到期权和股票交易的佣金费用，交割时获利的机会较小。

作为看跌期权卖方，你可以使用与看涨期权卖方相同的技巧来避免交割。向前滚动使你获取额外的时间，帮助避免交割，可以滚动至对应股票价格上涨。但是，你应该避免增加对于任何一种股票的看跌期权空头头寸，除非你可以负担以高于当前市场价格的水平购买更多的股份，并且愿意承担该风险。仅仅为了避免交割而增加风险暴露是错误的决策。

例题： 两个月前，你出售了一份看跌期权，收取期权费 4。最近，股票价格下跌至交割价格以下，你希望避免交割。初始看跌期权的当前价格是 6。为了提前平仓或者避免交割，你买入同样的看涨期权轧平头寸，亏损 $200。同时，你出售了另外两份看跌期权，当前市场价格为每份 4 个基点，收取期权费共 $800。

该策略的问题在于你承受的风险加倍。现在，你的风险不是一份看跌期权的交割使你有可能需要购买 100 股份，而是持有两份看跌期权，可能最终被要求高价购买 200 股份。另一个可选择办法是向前滚动一份看跌期权，减少潜在亏损。你可以用另一份同样交割价格但是到期日推迟的看跌期权来替换初始的看跌期权。这减小了当前的交割风险（尽管交割仍然可以随时发生），同时由于更高的时间价值使期权费更多。或者，你可以简单地买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入该看跌期权轧平头寸，承受亏损 $200。策略的选择取决于你当前对市场的看法和你愿意承受多大的风险。有些情况下，亏损 $200 可能是交易的最佳结果。当前，你是否仍然认为交割价格是对应股票的合理价格水平呢（不考虑当前市场价格）？如果答案是肯定的，假设股票的当前市场价格没有下跌过于剧烈，交割也不是完全的不利因素。

比较潜在亏损和股票的当前市价与交割价格之间的差额点数。例如，如果股票交割价格是 45，当前市场价格下跌至每股 $38，差额为 7 个基点，轧平头寸将亏损 $400。在这种情况下，你的问题是：是选择承担 $400 的亏损呢，还是选择以高于当前市场价格 7 个基点的价位购买 100 股份？股票持有人可以等待价格反弹。但是，一旦你从该看跌期权的空头头寸中解放出来，你就可以出售其他期权，抵补 $400 的亏损。该决策有赖于你的风险容忍度和你对该股票的未来升值潜力的看法。

目标 2：使用闲置资金

投资者出售期权时，经纪公司要求存入现金或者存款，价值至少相当于潜在风险的一部分。看跌期权的最大风险较容易确定，是看跌期权的交割价格。

一些情况下，投资者会闲置部分资金，因为他们认为希望购买的股票目前价格过高。问题在于，如果他们的判断错误，股票价格上涨，他们将错过机会，资金被闲置。如果他们不得不等待下一次机会，那么需要等待多久呢？

这些问题并不总是能预见到的，答案也是未知的。一种对待未知因素的方法就是对于目标股票出售看跌期权。因为担心目前股票价格过高，你可能愿意暂时闲置部分资金。通过出售看跌期权，如果股票价格持续上涨你将获利，如果股票的市场价格下跌，你将承受以交割价格购买股票的风险。任何一种情况下，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都收取了出售看跌期权的期权费。

例题：你有意于购买股票进行长期投资。但是，你认为当前市场总体上涨过快，不久会有所调整。同时，你也认为你所希望购买的股票的当前价格仍处于合理区间。你的策略是：对于所希望购买的每 100 股份出售一份看跌期权，暂不购买股票。将资金置于经纪公司的账户中作为看跌期权空头的担保。如果未来股票的市场价格上涨，你所出售的看跌期权将贬值，你可以以低价购回，或者等待其无效过期。在这种情况下，市场价格上升使你获得利润，同时不用承受任何风险。

如果股票的市场价格下跌，你将被要求购买股份。但是只要你在开立空头寸时认为该交割价格处于合理的水平，就不应过分担忧价格的下跌；作为长期投资者，你有信心价格未来将会回升，同时你的纸面亏损将会由看跌期权费部分抵补。

目标 3：购买股票

出售看跌期权的第三个原因是有意寻求交割。出售看跌期权收取的期权费使股票购买价格和成本折价，你不必担心在出售看跌期权至交割日的股票价格下跌。

例题：几个月来，你一直关注某种股票，决定以每股 $40 的价格购买 100 股份。当前的市场价格是每股 $45。你可以等待股票价格下跌。但是，你决定出售一份 11 月份到期交割价格为 45 的看跌期权，收取期权费 6。该笔交易的结果将有赖于对应股票的市场价格上升或是下跌。如果上升，该看跌期权将无效，全部售价 $600 将成为利润；你可以选择重复该期权空头过程。如果股票的市场价格下跌，期权将被执行。减去期权费收入，你的净成本仅为每股 $39——每股价格比你的目标价格低 1 元（不考虑佣金）。

本例中，所出售的看跌期权处于平价，期权费——全部是时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间价值——较高足以使得净价达到目标价位。即使股票的当前市场价格下跌至每股 \$40 以下，你的长期投资计划也不会改变。记住，本例中，你本来认为每股 \$40 是该种股票的合理价格。即期的价格下跌对于长期投资者来说不是问题。但是，如果股票的市场价格上涨，看跌期权无效过期，期权费 \$600 将全部是利润，你将有机会重新调整购买目标。如果你以每股 \$46 的价格购买对应股票；你的净基价将仍然保持于每股 \$40（每股 \$46 减去期权费收入每股 \$6）。理论上说，只要股票的价格持续上涨，期权费可以抵补股票价格的上涨，你可以无限重复该成功策略。如果股票价格上涨，你会失去购买股票的机会，但是你也抵补了全部或者部分的机会损失。

例题：你有意于以每股 \$40 的价格买入某种股票，当前的市场价格是 \$45。你出售了一份交割价格是 45 的看跌期权，收取期权费 6。你希望股票价格下跌，该期权被执行，使得你可以以每股 \$39 的成本持有 100 股份。但是，股票价格非但没有下跌，反而上涨了 14 个基点。

本例中，看跌期权将无效过期，期权费 \$600 将全部成为利润。但是如果你最初购买了股份而非出售看跌期权，你将获取利润 \$1400。不过，一旦看跌期权过期，你就可以出售另外一份期权，以部分抵补股票价格上涨的机会损失。如果股票价格上下震荡，你可以实现利润并且不会损失机会。

作为看跌期权卖方要获得成功，你需要愿意承受由于股票价格的未预期变动而引起的两方面的机会损失：

1. 如果对应股票价格的上涨超过了你所收取的期权费金额，你将损失持有股票获利的机会。你仅能够获取期权费收入。但是，此时，你仍然持有初始资本加上期权费；你仍然可以出售看跌期权以继续该策略。

2. 如果对应股票的价格大幅下跌，你将被要求以高于当前

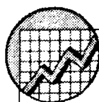
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场价格的交割价格购买股份。股票市场价格的反弹需要时间；同时，你的投资资金将被占用于购买的股票上。

虽然出售看跌期权的风险较出售未套头的看涨期权要小得多，但是当股票价格上涨或者下跌较大幅度时，你都可能丧失机会成本。

目标 4：税务看跌期权

出售看跌期权的第四个原因是产生税务方面的优惠，这种策略被称为税务看跌期权。但是，在采取这种策略之前，你应该先向税务顾问咨询以确认你将执行的交易是合法的，时机是适当的——同时确保你了解该交易所涉及的风险和潜在责任。



税务看跌期权——一种投资策略，在以低于成本价格出售股票（出于税务方面的考虑）的同时出售看跌期权（出售期权所收取的期权费用于抵补股票亏损；如果看跌期权被执行，股票以交割价格购回）。

股票投资处于纸面亏损状态（当前市场价格低于初始购买成本）的投资者有权随时出售股票承担亏损，甚至是制造亏损以支付较少的收入税。在年度限额内的这种亏损可以减税。同时，该投资者可以对股票出售看跌期权，收取的期权费可以抵补亏损。

有三种可能结果：

1. 对应股票的市场价格上升，期权无效过期。这种情况下，股票投资的亏损被期权费抵补；但是，股票亏损在当前年度计算，而看跌期权空头交易的利润在下一年付税。

2. 对应股票的市场价格上升，投资者轧平期权头寸获利，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为购买价格低于出售价格。

3. 对应股票的市场价格下跌，低于交割价格，投资者被要求购买股票。这种情况下，股票基价由于收取期权费而降低。

你可以假设，如果股票的当前市场价格低于初始成本，看跌期权的交割价格也会低于成本。因此交割时，投资者不仅收取了期权费，股票的成本也因折价而降低。

税务看跌期权的优势表现在两个方面：第一，你出售股票的亏损计入当年损益，而出售看跌期权的收入延迟至下年入账。其有利之处在于股票投资亏损可以减少本年税负，同时期权利润的税负将延迟一年计算。第二，出售期权的利润，如图 7.2 所示，表现在以下两个方面：

日期	行为	收入	支付
8 月 15	购买 100 股份，每股价格 $50		$5000
12 月 15	出售 100 股份，每股价格 $47	$4700	
12 月 15	出售 1 份 2 月 50 看跌期权，价格 6	600	
	总额	$5300	$5000
	净现金流入	$300	

价格变动	结果
股价上涨高于交割价格	利润 $300
	购买看跌期权获利
股价下跌低于交割价格	看跌期权执行价格为 $50，净成本 $47（由税务看跌期权获利 $300）

图 7.2　税务看跌期权示例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 期权费收入抵补股票亏损；

2. 交割时，你购买股票的真实成本低于交割价格。

例题： 你以每股 $38 的价格购买了某种股票，其当前市场价格是每股 $34。你售出股票，承受亏损 $400。同时，你出售了一份交割价格为 35 的看跌期权，收取期权费 6。如果期权被执行，该策略的结果是，第一，你在股票投资中的亏损 $400 由看跌期权费 $600 所抵补，调整后的净基价是每股 $36（初始购买成本 $38 减去该策略的净利润 $200）。第二，当看跌期权被执行时，你将以 35 的交割价格购买 100 股份，仅比调整后的成本低 1 个基点。

看跌期权卖方相对于看涨期权卖方的一个重要的优势在于：相较于对应股票的市场价格上涨的无限的潜在风险，价格下跌的幅度有限。股票下跌最低至 0。

图 7.3 表示了一个出售看跌期权的例子，定义了利润区间和亏损区间。

例题： 你出售了一份 5 月份到期的交割价格为 40 的看跌期权，期权费为 3。只要股票价格持平或者高于交割价格，该空头

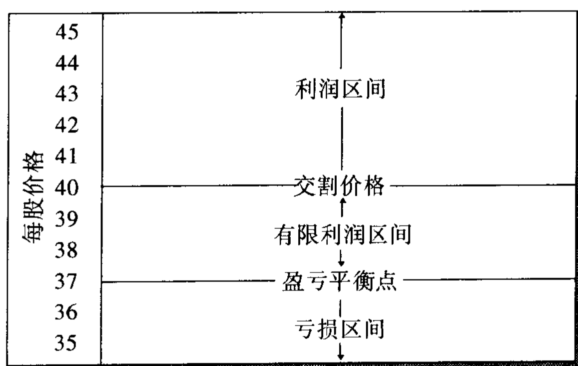


图 7.3　出售看跌期权的利润与亏损示例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寸就可以获利。如果到期时，市场价格低于每股 $40，你将被要求以交割价格购买 100 股份。作为看跌期权卖方，你将承担有限风险。相比之下，出售未套头的看涨期权，对应股票的市场价格可能无限上涨。由于出售该看跌期权时收取期权费 $300，你的盈亏均衡点将低于交割价格 3 个基点。

看跌期权卖方所面临的最大风险在于股票可能丧失价值。这看起来非常极端，但也存在这种可能性。如果对应股票的价格跌至 0，你将被要求以交割价格购买毫无价值的股票。但是只要你选择管理严格的股份公司的股票，价格为 0 的风险极小。实际的风险水平是每股账面价值，通常接近当前的市场价格。请注意：在期权到期的短时期内，有可能（极少情况下）交割时出现市场价格低于股票的账面价值，因为当前市场价格是反映市场对股票价值的看法，而不是反映公司的财务实力。为避免最大风险，选择具有基础面实力的股票，同时也应时刻关注对股票价格产生影响的市场因素。

适于所有的期权策略的最佳股票的市场价格应在有限区间内变动，具有一定的波动性可以基于时间价值的衰减获取短期利润，但也不会出现过大的变动产生较大的亏损，需要几个月甚至几年时间才能恢复。

看跌期权卖方应该愿意接受合约中的 100 股份，因为，如果你出售了看跌期权，有很大可能性最终面临交割。只要你认为合约中确定的交割价格合理，从长期来看当前股票市场价格的短期变动就不重要了。如果你深入地研究过公司的实力和未来增长潜力，出售看跌期权将是一个明智的策略，可以增加当前收入，降低股票的真实购买价格，同时不用购买股票就可以享受股价上升的好处。

下一章，我们将研究如何将买入期权和售出期权策略结合起来，增加收益，同时风险将降低或者增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

组合技巧

期权投资者或者投机者只能采用四种基本策略：买入看涨期权、出售看涨期权、买入看跌期权和出售看跌期权。前面章节中，我们讨论了这些基本策略在各种情况下怎样加以应用，出于不同的目的如何加以变化。例如，出售套头的看涨期权和未套头的看涨期权相比风险就不相同。

出售或者购买看涨期权的原因决定了你愿意和可以承担的风险。从这个角度来说，期权策略的使用是一种完全独立的投资。换句话说，你应用期权的方式决定了风险水平、预期结果和使用资金的方式。例如，考虑两个投资者，一个仅关心出售看涨期权和看跌期权的利润，另一个希望通过交割来购买或者出售股票。他们对于风险的理解、希望得到的结果和选择的方法都是完全不同的。

本章进一步扩展阐述了这四种基本策略的变化，说明了进一步调整和组合的方法。可以同时持有多头寸和空头寸，风险互相抵消。设计一些组合期权策略的目的是无论对应股票价格向上下哪个方向移动，都可以获取潜在利润；另一些设计为如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

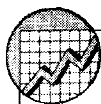
果股票价格保持在某个特定的区间内变动就可以获利。本章还会介绍另一些期权，在风险最小化的同时仍然产生潜在利润。

我们将会研究三种不同的组合期权策略。第一种是期权价差，同时持有相同股票的同类期权的多头寸和空头寸，该多头与空头寸应包含不同的到期日或者不同的交割价格，或者两者均不同。如果交割价格不同但是到期日相同，则称为垂直价差，也称为货币价差。

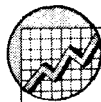
例题：你购买了一份交割价格为45的看涨期权，同时，出售了一份交割价格为40的看涨期权。两份期权的到期日均为2月份。由于到期日相同，这是一个垂直价差。

例题：你购买了一份交割价格为30的看跌期权，同时，出售了一份交割价格为35的看跌期权。两份期权均在12月份到期，这也是一个垂直价差。

你也可以通过购买和出售不同交割日的期权，或者交割价格

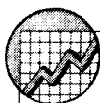


期权价差——同时购买和出售对应于相同股票的同类看涨期权或看跌期权，交割价格或到期日不同，或者两者均不相同（期权价差策略的目的在于当对应股票的价格变动与预期不符时，增加潜在利润并且减少风险，或者利用股票价格运动的有利时机）。



垂直价差——交割价格不同但是到期日相同的期权价差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



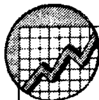
货币价差——同垂直价差。

和到期日均不同的期权来创建期权价差。期权价差有多种形式，本章稍后将会加以阐述。

第二种组合策略是跨式组合。指同时购买和出售相同数量的看涨期权和看跌期权，期权的交割价格和到期日均相同。期权价差要求期权的一种或多种特征不同，跨式组合要求期权完全相同，只是所持多空头寸分别是看涨期权和看跌期权（或反之）。

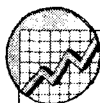
第三种组合策略是套期保值。该策略中特别开立某一头寸以保护另一未平仓头寸免受亏损。套期保值策略用于降低风险。从某些角度来看，由于同时开立两种头寸，期权价差和跨式策略具有套期保值的特征：当股票价格发生变化时，可能一种头寸价值下跌，而另一种头寸的价值上涨。对于持有的每 100 股份股票购买一份看跌期权也是套期保值的一种形式，因为当股票价格下跌时，看跌期权提供了保护。此时，看跌期权是一种形式的保险。

许多刚开始投资于期权市场的投资者希望尽量采取简单的策略。如果你决定试探一些基本策略之外较复杂的投资，最好是先从垂直价差开始。另外，更为复杂的策略本书不作研究，有些章节稍有提及仅是解释期权交易的全部可能策略；这些极复杂的期权所涉及的风险、佣金费和所需的分析研究，使得只有富有经验



组合——对应于一种股票，购买或者出售任意数量的条款不完全相同的期权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



跨式策略——同时购买或出售相同数量的具有相同的交割价格和到期日的同类看涨期权和看跌期权。

的投资者才可以涉足投资。

记住，看起来安全简单的策略并不总是表现得如你预期。期权价格水平的变动并不总是合理并且可以预测的，任何原因都可以带来短期的价格变化。这也是期权投资的吸引人之处。如果你确实运用期权组合策略，使用期权价差、跨式期权或者套期保值策略，你应该首先确保理解风险和成本，同时具有相当的经验、知识和适当的风险承受能力。

理解垂直价差

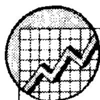
当期权价格变动处于可预期区间时，期权投资者可以采用价差策略获利。期权价格的可预测性是由于众所周知的时间价值随着到期日的临近而衰减的基本原则。当期权处于价内时，你通常可以假定较之价外期权，其价格的变动与股票价格的变动相关性更大。内在价值（只存在于价内期权）与时间价值的关系使得期权价差成为一种有趣并且富于挑战的投资工具。

在期权价差中，长短头寸的互相抵补有利于投资者。价内期权价格变化的速率与价外期权价格变化的速率不同，掌握这一原则是成功的进行价差投资的关键。如果你认真观察两方期权费分别如何变化，就可以预期在价差策略中的盈利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛市价差

牛市价差策略在对应股票的市场价格上升时获取最大的潜在利润。在该策略下，你购买一份交割价格较低的期权，同时，出售一份交割价格较高的期权。看涨期权或者看跌期权均可以用于牛市价差策略。



牛市价差——一种同时购买并且卖出看涨期权或者看跌期权的策略，在对应股票市场价格上升时获取最大利润。

例题：你使用看涨期权开立一份牛市价差。出售一份 12 月 55 看涨期权，购买一份 12 月 50 看涨期权，如图 8.1 所示。确定交易时，对应股票的市场价格是每股 $49。开立期权价差后，股票的市场价格上升至每股 $54。此时，买入的 12 月 50 看涨期权成为价内，价格与股票价格成一一对应关系。售出的交割价格为 55 的看涨期权保持价外，价格变动不大，事实上，已趋于丧失时间价值。由于股票市场价格为每股 $54，两方面的价差均能获利。看涨期权长头寸（交割价格为 50）价格上升获利；看涨期权空头寸（交割价格为 55）持续价外，由时间价值的衰减获利。

本例描述了一种理想状况，期权价差组合策略中的买卖期权交易均能获利。当然，并不总是出现这种情况。但是，即使只有一方能够获利，只要总利润为正，就可以使用该策略。

当对应股票价格沿着预期方向变动时，牛市垂直价差策略将获利。例如，牛市价差策略中将包含购买一份交割价格较低的看涨期权，希望股票价格自现在至到期将会上涨。该看涨期权将处于价内，并且价格上涨速度将高于同时出售的交割价格较高的看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

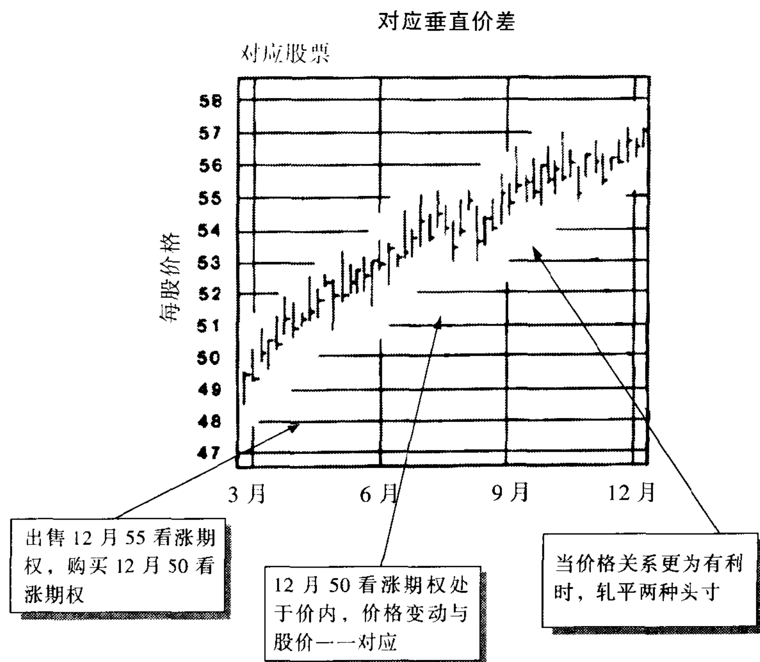


图 8.1　牛式价差示例

涨期权。

图 8.2 表示了一份详细的牛市垂直价差策略，并确定了其利润区间和亏损区间。

例题：你出售了一份 9 月 45 看涨期权，期权费为 2，同时购买了一份 9 月 40 看涨期权，期权费为 5。净成本为 $300。当股票价格上升至每股 $40 至每股 $45 的区间时，9 月 40 看涨期权价格将与股票价格变动呈一一对应关系，而出售的 9 月 45 看涨期权仍然没有内在价值；事实上，随着时间的消逝，期权费中的时间价值将会衰减。只要股票的市场价格保持在每股 $40 至 $45 的区间内，买卖交易均将获利（只要买卖期权价格的差异超过净

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

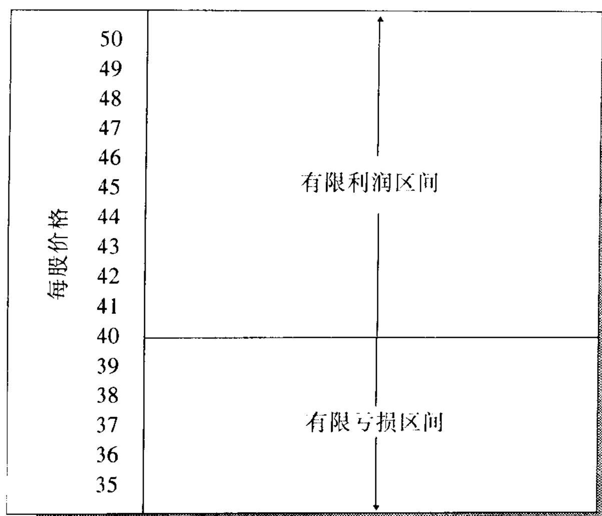


图 8.2　牛式垂直价差策略的利润与亏损区间

成本 $300）。当股票价格超过每股 $45，买入和售出的期权均有可能交割。该策略限定了最大利润和最大亏损。

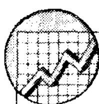
牛市价差策略也可以由买卖看跌期权构成。在这种情况下，预期价内看跌期权空头寸的价格下跌应快于交割价格较低的看跌期权长头寸。其原理与看涨期权构成的牛市价差策略相同，都是在限制总体的潜在利润和亏损的同时，依靠期权费中衰减的时间价值获利。

例题：你运用看跌期权实施牛市价差策略。出售一份 11 月 45 看跌期权，买入一份 11 月 40 看跌期权，开立期权头寸时对应股票的市场价格是每股 $42。由于交割价格较高，11 月 45 看跌期权处于价内，期权费高于价外的交割价格较低的看跌期权。如果股票价格上涨，期权空头寸的价格与股票价格变动呈一一对应关系，其衰减速度将快于长头寸。你可以由此轧平头寸获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熊市价差

与牛市价差相比，采用熊市价差将在股票价格下跌时产生利润。在这种价差策略中，通常买入交割价格较高的期权，卖出交割价格较低的期权。熊市期权价差策略对于看涨期权和看跌期权均可以适用。



熊市价差——一种同时购买并且卖出看涨期权或者看跌期权的策略，在对应股票市场价格下跌时可以获取最大利润。

例题：你运用看涨期权实施熊市价差策略。出售一份 3 月 35 看涨期权，购买了一份 3 月 40 看涨期权。开立以上头寸时，股票的市场价格为每股 $37。如果股票价格下跌，交割价格较低的价内期权的价格将与股票价格的变动呈一一对应关系。当股票价格确实下跌时，你可以轧平期权头寸获利。

例题：你运用看跌期权实施熊市价差策略。如图 8.3 所示，你出售一份 12 月 50 看跌期权，购买一份 12 月 55 看跌期权。开立头寸时，对应股票的市场价格是每股 $55。当股票价格下跌时，你所持有的多头寸的价格将随着股票价格的下跌而上涨。当股票价格下跌至每股 $51 时，你可以轧平头寸获利。

图 8.4 表示了一份详细的熊市垂直价差策略，并确定其潜在利润区间和亏损区间。

例题：你出售了一份 9 月 40 看涨期权，价格为 5，购买了一份 9 月 45 看涨期权，价格为 2，期权费净收益为 $300。当对应股票价格下跌低于每股 $45 时，空头头寸（交割价格为 40）价格的下跌将于股票价格变动呈一一对应关系；交割价格较低的看涨期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

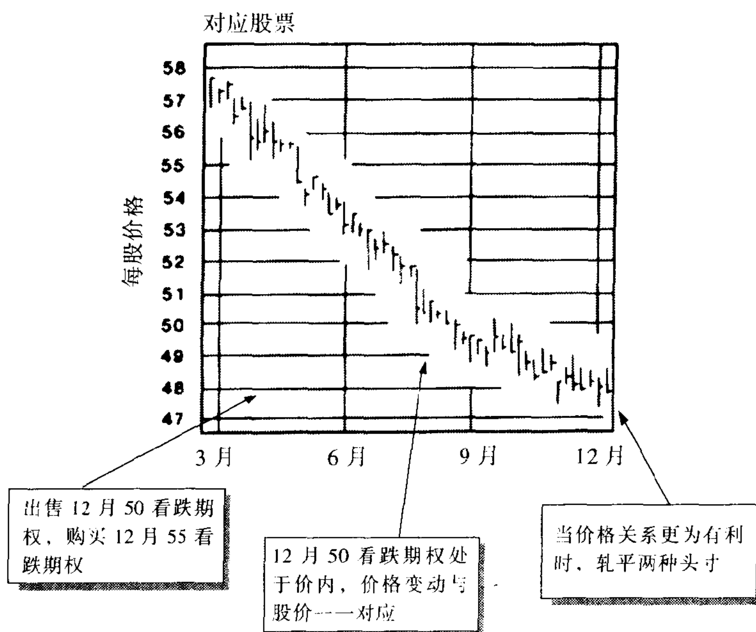


图 8.3　熊式价差示例

权长头寸的价格变动幅度较小。当股票价格接近于每股 $40 时，可以轧平期权头寸获利。

考虑一下如果使用的是看跌期权而非看涨期权，该策略将如何运作。在这种情况下，交割价格较高的价内看跌期权多头寸的价格将以相同幅度随着股票价格的下跌而上涨。

在采用看涨期权的示例中，一旦看涨期权多空头寸均处于价内，利润将被锁定。当对应股票的市场价格下跌至每股 $40 以下，多空期权头寸的变动将互相抵消。

以上例题中，最大的风险在于股票价格的变动方向与预期相反。此时，你应作好准备在空头头寸价格上涨（意味着你作为卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

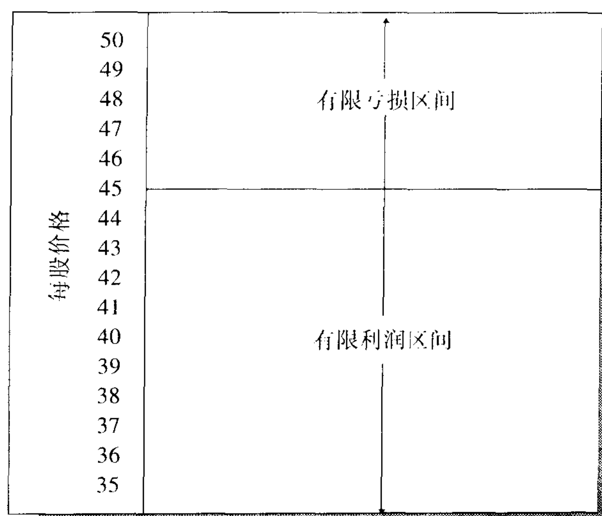


图 8.4 熊式垂直价差策略的利润与亏损区间

方将承担亏损）之前轧平头寸。但是，如果对应股票的市场价格变动过快，你将面临平仓时承担一定的亏损或者利润下降的风险。在这种情况下，你的最大风险将限于买卖合同的交割价格差价乘以价差期权合约的份数。本例中，我们假设交割价格价差为5个基点，此为期权价差的通常差额点数，因此最大风险是5个基点，或者 $500（该价差策略仅包括买入卖出各一份期权合约）。请参见表 8.1。

例题：你开立了一份期权价差，分别买入和卖出一份期权合约。买卖期权合约之间的交割价差是5个基点。如果股票价格变动方向与预期相反，你所面临的最大风险是 $500 加上佣金。

例题：你开立了一份期权价差，分别买入和卖出4份期权合约。买卖期权合约之间的交割价差是5个基点。不计算佣金，你的最大风险是 $2000。（交割价差乘以期权价差策略中所涉及的合约数量，本例中，为5个基点乘以4份合约。）

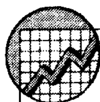
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.1 价差策略风险表

期权价差的数量	交割价格区间	
	5 个基点	10 个基点
1	$500	$1000
2	1000	2000
3	1500	3000
4	2000	4000
5	2500	5000
6	3000	6000
7	3500	7000
8	4000	8000
9	4500	9000
10	5000	10000

盒式价差

你可以对应于同种股票同时开立一个牛市价差和一个熊市价差。此时，不管股票价格上升或者下降，你仍然面临有限风险。这种策略称为盒式价差。当股票价格发生变动时，不论上升或是下跌，都有可能获取有限利润。



盒式价差——对于相同的股票同时开立一个牛市价差与一个熊市价差的组合策略。

例题：如图 8.5 所示，你通过买入和卖出以下合约创建了一个盒式价差头寸：

1. 牛市价差：出售一份 9 月 40 看跌期权，购买一份 9 月 35 看跌期权。

2. 熊市价差：购买一份 9 月 45 看涨期权，出售一份 9 月 40看涨期权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

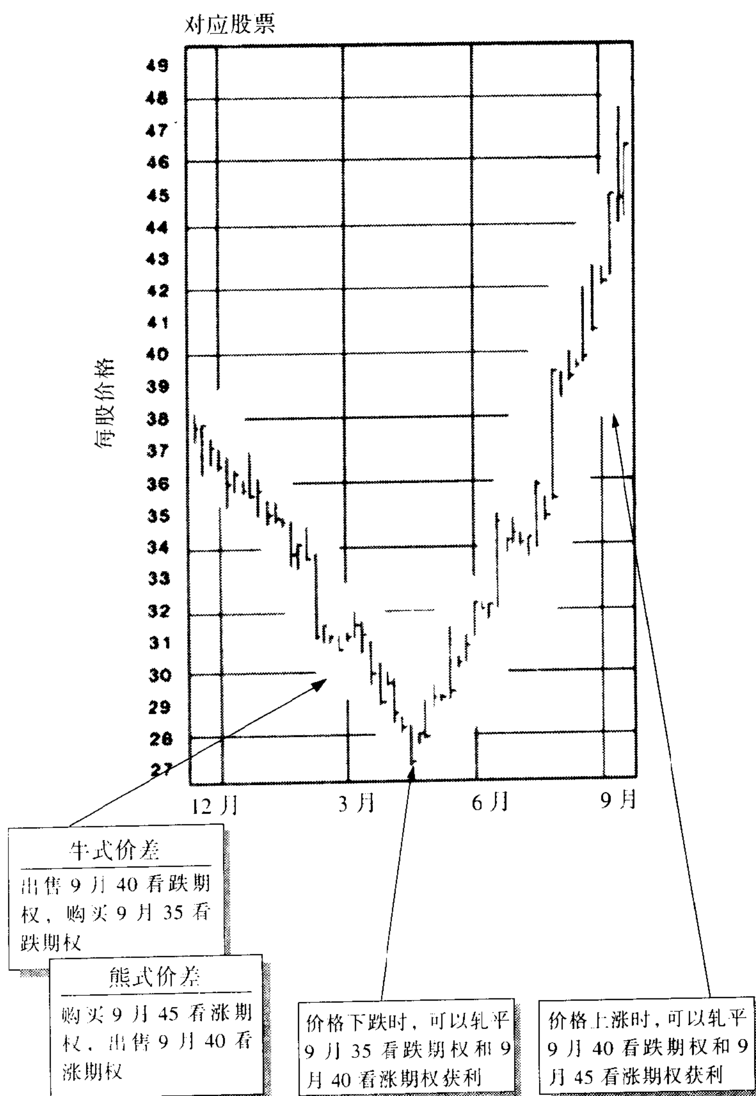


图 8.5 盒式价差示例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果对应股票价格上升或者下降较大幅度，可以部分轧平头寸获利。当然，根据股票价格变动的方向和你可能采取的平仓行为，你也可能会持有未套头期权头寸。如果股票先向某一方向变动，然后向另一方向变动，你从两种头寸均可以获利。

图 8.6 表示了一份盒式价差的利润和亏损区间。该盒式价差的净利润来自以下方面：

1. 牛市价差：出售一份 9 月 45 看跌期权，期权费为 6(+ $400)，购买一份 9 月 40 看跌期权，期权费为 2(– $200)。

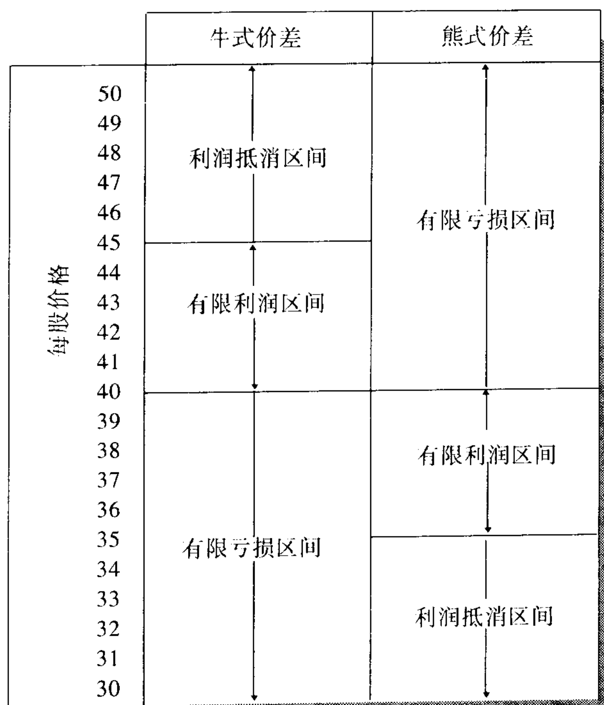


图 8.6　盒式价差策略的利润与亏损区间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

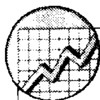
2. 熊市价差:出售一份12月35看跌期权,期权费为1(+ $100),购买一份12月40看跌期权,期权费为4(- $400)。

如果股票价格上升至每股$40至$45，牛市价差可以平仓获利。价格高于该水平时，牛市价差中的两份期权均成为价内，会以相同的幅度变动。如果股票价格下跌至每股$35至$40，熊市价差可以平仓获利。多头寸——12月40——价内期权的价格将会随着股票价格的下跌而上升。股价低于每股$35时，交割价格中5个基点的差价将被锁定，两方均限制了利润和亏损。

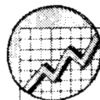
借方价差和贷方价差

同时开立多头与空头期权头寸意味着收入与支出的期权费中的一部分将互相抵消。人们总是希望收入的金额多于支出的金额，但并不能总是如此，有些策略将会出现净支出。开立价差头寸的目的并不是在各种情况下都可以产生正的现金流，而是在产生潜在利润的同时限制潜在亏损。

收入大于支出的价差称为贷方价差，反之则称为借方价差。



贷方价差——在价差策略中，空头期权头寸所收取的期权费高于多头期权头寸所支付的期权费及交易费用之和。



借方价差——在价差策略中，空头期权头寸所收取的期权费低于多头期权头寸所支付的期权费及交易费用之和。

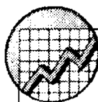
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理解水平价差和斜线价差

在前面部分中，我们介绍了垂直价差。（垂直价差所包含的期权到期日相同，但是交割价格不同。）另一种价差策略中，同时购买和出售的期权具有不同的到期日。这种差异称为日历价差或者时间价差。日历价差可以进一步分为两类：

1. 水平价差：购买和出售的期权具有相同的交割价格和不同的到期日。

2. 斜线价差：购买和出售的期权具有不同的交割价格和不同的到期日。



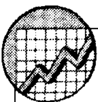
日历价差——价差策略的一种，同时购买和出售对应于相同股票但到期日不同的期权。



时间价差——同日历价差。



水平价差——日历价差的一种，同种期权多头与空头的交割价格相同，但是到期日不同。



斜线价差——日历价差的一种，同种期权多头与空头的交割价格和到期日均不相同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例题:你创建了一个水平日历价差。出售一份3月40看涨期权，收取期权费2;购买一份6月40看涨期权,支付期权费5。你的净支出(成本)为$300。该策略涉及了两个不同的到期月份。空头寸3月份到期,而多头寸6月份到期。这意味着你的亏损限于两种变量:金额和时间。请参见图8.7。如果,至3月份到期时,第一份看涨期权无效过期,该空头寸获取一定利润而消失,多头寸仍然存在。如果股票继续上升高于交割价格3个基点或以上,多头寸可以售出获利。

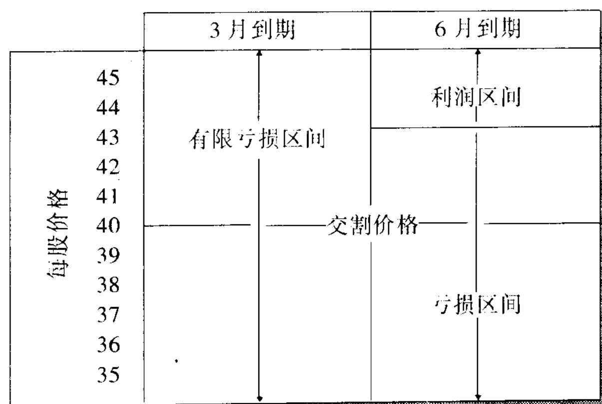


图8.7 水平日历价差策略的利润与亏损区间示例

例题：你创建了一个斜线日历价差。出售一份3月40看涨期权，收取期权费2；购买一份6月45看涨期权，支付期权费3。你的净成本是$100。该交易涉及了不同的交割价格和到期月份。如果较早到期的空头寸被执行，多头寸可用于抵消该股票的出售。换句话说，作为多头寸的持有者，如果空头寸被执行，你可以相应执行该期权。如果较早到期的看涨期权无效过期，你的风险仅限于两份期权的净成本，$100。第一份期权到期后，你的盈亏平衡点将是较高的交割价格加上交易总成本。本例中，交割价格是45，净成本是$100，因此盈亏平衡价格是每股$46。请

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参见图 8.8。一旦对应股票的市场价格上涨至高于该价位，该 6 月 45 看涨期权可以轧平获利。

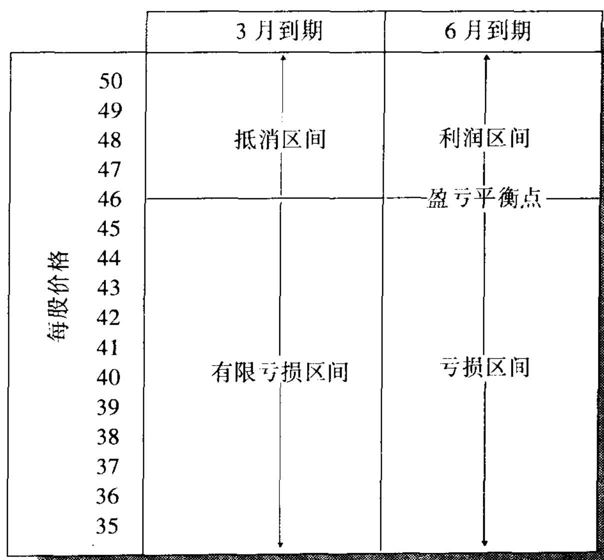
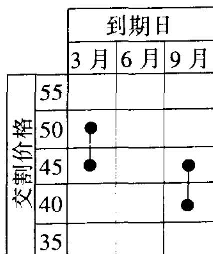
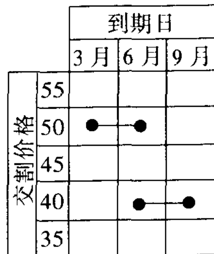


图 8.8　斜线日历价差策略的利润与亏损区间示例

给定不同的价差策略，(术语)垂直、水平和斜线价差可以根据到期日和交割价格帮助进行区分。图 8.9 概括了这些差别。





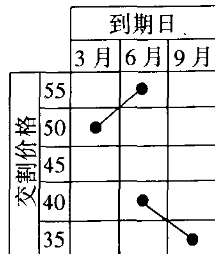


图 8.9　价差策略的比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当两种相关的期权价格暂时出现偏差时，或者稍后到期的期权对提前到期的空头寸的风险提供了保护时，水平价差是一种可以采用的较好的策略。

例题：你运用看涨期权开立了水平价差。出售一份 5 月 40 看涨期权，收取期权费 4。同时购买了一份 6 月 40 看涨期权，支付期权费 6。你的净成本是 $200。如果对应股票的市场价格上涨，多头寸将对你所持有的短头寸的风险提供保护，使得该空头寸不再具有风险。由此，最大风险限于开立该头寸的 2 个基点的成本。如果从现在至短头寸到期时，股票价格保持于或者低于交割价格，空头寸将无效过期，你仍然持有 6 月 40 看涨期权多头寸。如果对应股票的市场价格在到期前上涨，比交割价格高 2 个基点以上，你可以平仓获利。

当已经开立一份期权头寸时，可以运用水平价差策略降低现有风险。例如，如果你已经出售了一份期权合约，而股票价格变动与你的预期相反，你可以通过购买一份期权合约创建水平价差头寸而控制风险。

例题：上个月，你出售了一份套头的 6 月 45 看涨期权，股票的市场价格现在高于交割价格。你不想轧平头寸承受亏损，但是也希望能够避免交割。为了保护该空头头寸，你买入了一份 9 月 45 看涨期权，创建了一个水平价差。如果股票价格持续跌落，你的空头头寸将被执行。但是，由于你持有稍后到期的看涨期权，你可以相应执行该期权；也可以出售该看涨期权获利以抵补第一份期权的亏损。水平价差策略限制了你的潜在亏损，产生了一个独立的获利机会。

斜线价差策略结合了垂直价差和水平价差的特点。多头寸和空头寸具有不同的交割价格和到期日。

例题：你运用了斜线价差策略。出售一份 3 月 50 看涨期权，收取期权费 4；同时购买了一份 6 月 55 看涨期权，支付期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

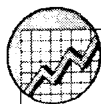
权费 1。不计经纪人佣金，你的净收入为 $300。如果对应股票的市场价格下跌，你将由空头寸的价格下跌而获利。如果股票价格上升，多头寸的价格也会相应上升。该策略中你的最大风险是 5 个基点。但是，由于你期权费净收入为 $300，你的真正风险只有 2 个基点（交割价格差价 5 个基点，减去你收取的期权费 3 个基点）。如果较早到期的看涨期权空头寸无效过期，你仍将持有多头寸，你还可以从股票价格的后期升值中获利。

变换价差形式

垂直、水平和斜线价差是价差策略中的典型模式，可用于降低风险，特别适用于当你关注同类期权的相对价格变动并发现暂时的价格偏离时。除了降低风险之外，一些特定的较为高级的策略还可以协助达到其他目标。

变换期权数量

比例日历价差策略中买卖期权的数量不同，到期日也不相同。该策略的有趣之处在于产生了两个独立的利润和亏损区间范围，由此扩大了获利的机会。



比例日历价差——该价差策略中，所开立的多头与空头期权头寸的数量不同，到期日也不相同（该策略产生两个独立的利润和亏损区间范围，其中一个随着较早的到期日消失）。

例题：你建立了一个比例日历价差头寸，出售了 4 份 5 月 50 看涨期权，每份收取期权费 5；购买了 2 份 8 月 50 看涨期权，每份支付期权费 6。不计经纪人佣金，你的净收入为 $800（$2000 减去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$1200)。你希望从现在至5月份对应股票的市场价格保持低于交割价格,这样空头寸将会获利。你的盈亏均衡点是每股$54。

如果到期时股票的市场价格是每股$54，由于空头寸与多头寸的比例是4比2,你将达到盈亏均衡。到期时,两份未套头的看涨期权将亏损$800——等于开立头寸时收取的期权费净额。如果股票价格高于每股$54,亏损产生的比例是4:2。如果5月到期的期权无效过期,该4份空头寸将获利,同时你还持有2份8月50看涨期权。

图8.10描述了本例中的利润和亏损区间。请注意没有考虑以下因素:

√ 经纪人佣金;

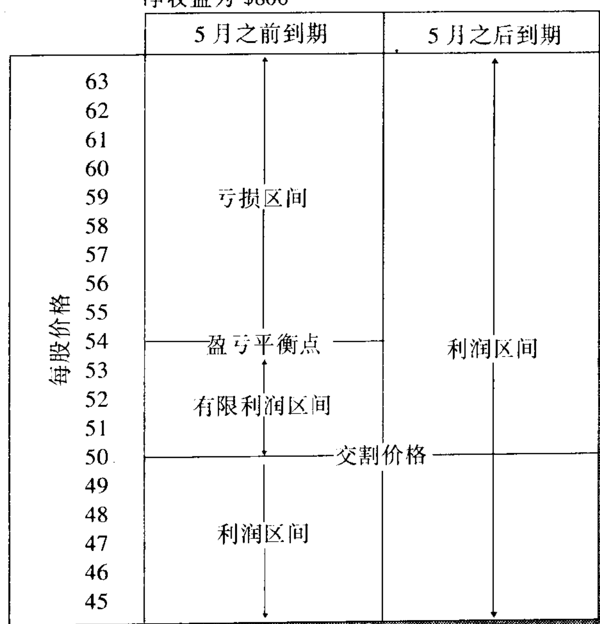


图 8.10 比例日历价差示例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

√ 长期期权的时间价值；

√ 未预期的提前交割。

图 8.11 表示了一个完整的比例日历价差策略，确定了利润和亏损区间。

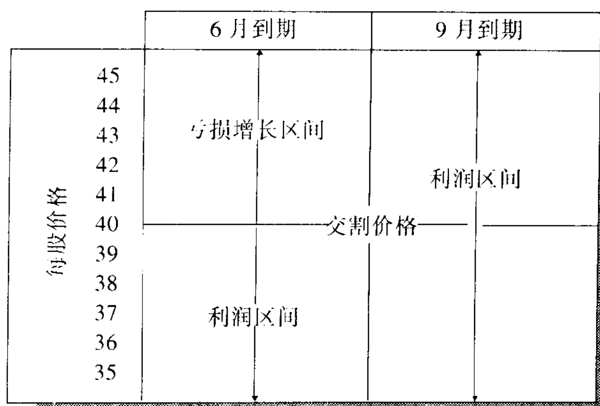


图 8.11　比例日历价差策略的利润与亏损区间

例题：你以每份 5 的价格出售了 5 份 6 月 40 看涨期权，收取期权费 $2500；你以每份 7 的价格购买了 3 份 9 月 40 看涨期权，支出 $2100。你的净收入是 $400。该比例日历价差策略包括了多空头寸和两种不同的交割月份。空头寸的风险限于第一个到期期间，部分亏损由较长到期日的看涨期权多头头寸抵补。只要股票的市场价格不超过 6 月 40 期权的交割价格，空头寸将无效过期。但是，本例中，你持有两份未套头的看涨期权空头寸。

一旦 6 月份空头头寸失效，如果不考虑以后的股票价格变动，$400 期权费就完全属于利润。但是，以后如果股票价格高于看涨期权多头寸的交割价格，对于期权价内的每一个基点，你将获利 3 个基点（3 份看涨期权）。

表 8.2 表示了到期时不同的股票价格所对应的该策略的不同价值。如果股票价格持平于或者低于每股 $40，该策略将获利，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

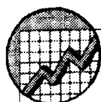
但是利润有限。对应股票价格每高于交割价格 1 个基点，亏损将增大 2 个基点。由于期权空头寸的数量多于多头寸，因此该策略的利润与亏损不均衡。

表 8.2 比例日历价差策略的利润/亏损示例

价格	6 月 40	9 月 40	总额
$50	- $5000	+ $3000	- $2000
49	-4500	+2700	-1800
48	-4000	+2400	-1600
47	-3500	+2100	-1400
46	-3000	+1800	-1200
45	-2500	+1500	-1000
44	-2000	+1200	-800
43	-1500	+900	-600
42	-1000	+600	-400
41	- 500	+300	- 200
40	+2500	-2100	+400
39	+2500	-2100	+400
38	+2500	-2100	+400
lower	+2500	-2100	+400

比例价差策略的延伸

比例日历价差策略可以被进一步演变为更为复杂的策略，比例日历组合价差策略。该策略将比例日历价差策略与盒式价差策略相结合。



比例日历组合价差——将比例日历价差策略与盒式价差策略相结合的策略。（对应相同的股票开立长短头寸，合约数量不同，涉及两个或多个到期日。该策略主要用于在对应股票的市场价格上升或下跌时获利。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买 1 份 6 月 30 看涨期权，价格为 3 （-300）
出售 2 份 3 月 30 看涨期权，价格为 $1^3/_4$ （+350）
购买 1 份 9 月 25 看跌期权，价格为 3/4 （-75）
出售 2 份 6 月 25 看跌期权，价格为 5/8 （+125）
净收入 $100

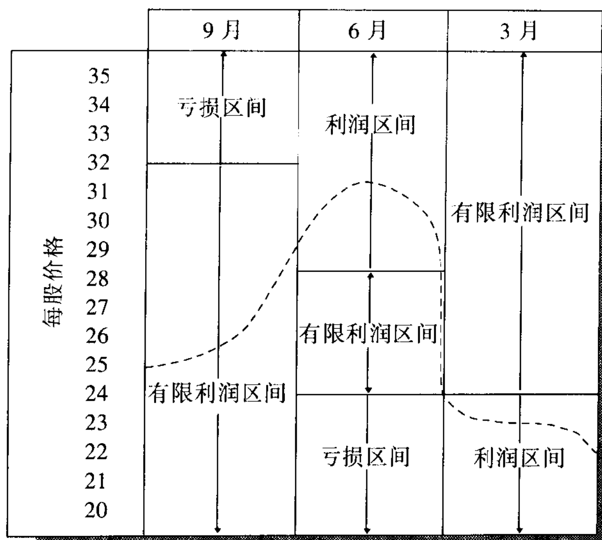


图 8.12　比例日历组合策略示例

例题：如图 8.12 所示，你开立了以下期权头寸：

√ 购买 1 份 6 月 30 看涨期权，期权费 3（支出 $300）；

√ 出售 2 份 3 月 30 看涨期权，期权费 $1^3/_4$（收取 $350）；

√ 购买 1 份 9 月 25 看跌期权，期权费 3/4（支付 $75）；

√ 出售 2 份 6 月 25 看跌期权，期权费 5/8（收取 $125）。

不计经纪人佣金，以上交易的期权费净收入为 $100。这一复杂的组合包括期权多空头寸 1 比 2 的比例。如果股票价格发生不利变动，你就将面临部分交割的风险。理想的价格变动使你可以在交割之前了结部分头寸获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考虑到佣金成本，该组合策略中如果仅包含一份或者两份期权合约，成本较高。考虑到风险暴露，大多数情况下，潜在利润不足以抵补需承担的风险。但是，为了阐述方便，我们的例题中仅包含一两个期权。在现实中这种组合所包含的合约数量将多得多。

持有对应股票的股份，对看涨期权空头寸提供全部或者部分套头，可以降低交割风险。例如，当出售两份看涨期权并且购买一份看涨期权时，如果对应所有的看涨期权空头寸都持有相应股份或者相反的多头寸套头，就可以对价格上涨的风险提供保护。

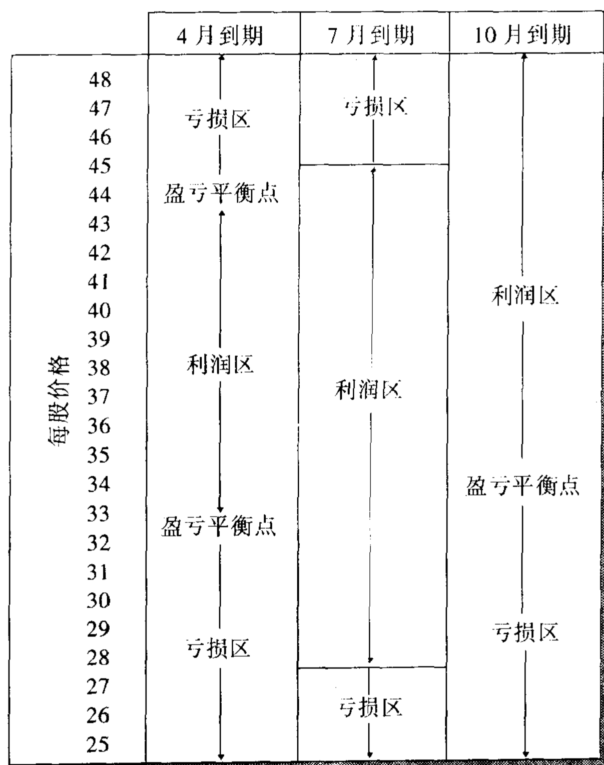


图 8.13　比例日历组合价差策略的利润与亏损区间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例题： 图 8. 13 表示了一份完整的比例日历组合价差，确定利润和亏损区间。本例中，你进行了如下交易：

√ 购买 1 份 7 月 40 看涨期权，期权费为 6（－ $600）；
√ 出售 2 份 4 月 40 看涨期权，期权费为 3（＋ $600）；
√ 购买 1 份 10 月 35 看跌期权，期权费为 1（－ $100）；
√ 出售 2 份 7 月 35 看跌期权，期权费为 2（＋ $400）。

期权费净收入为 $300。

该比例日历组合价差是由两个独立的比例日历价差按照盒式

表 8.3 比例日历组合价差策略的利润／亏损示例

价格	4 月 40 看涨期权	7 月 40 看涨期权	7 月 35 看跌期权	10 月 35 看跌期权	总额
$47	+ $100	− $800	$0	+ $400	− $300
46	0	−600	0	+400	−200
45	−100	−400	0	+400	−100
44	−200	−200	0	+400	0
43	−300	0	0	+400	+100
42	−400	+200	0	+400	+200
41	−500	+400	0	+400	+300
40	−600	+600	0	+400	+400
39	−600	+600	0	+400	+400
38	−600	+600	0	+400	+400
37	−600	+600	0	+400	+400
36	−600	+600	0	+400	+400
35	−600	+600	0	+400	+400
34	−600	+600	0	+200	+200
33	−600	+600	+100	0	+100
32	−600	+600	+200	−200	0
31	−600	+600	+300	−400	−100
30	−600	+600	+400	−600	−200
29	−600	+600	+500	−800	−300
28	−600	+600	+500	−1000	−500
27	−600	+600	+500	−1200	−700
26	−600	+600	+500	−1400	−900

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策略组成。不管股票价格上升或者下跌，都有可能获利，亏损有限。该策略涉及到3个独立的到期日。该种策略的一种风险在于，当到期日较早的期权到期后，稍后到期的期权头寸变成未套头空头寸，风险可能增大。可以改变这种情况——由此增大以后获利的机会——以稍后到期的多头寸取代空头寸。表8.3列出了图8.13所示的比例日历组合价差到期时，不同的股票价格所对应的获利或者亏损的明细表。

具有中间价格区间的策略

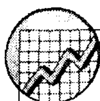
另一种组合期权策略是蝶形价差。开立中间交割价格的期权头寸，同时开立高交割价格和低交割价格的反向头寸。蝶形价差策略可以由看涨期权或是看跌期权的长短头寸构成，有四种可能的形式：

1. 出售2份中间交割价格的看涨期权，同时购买1份高交割价格的看涨期权和1份低交割价格的看涨期权。

2. 出售2份中间交割价格的看跌期权，同时购买1份高交割价格的看跌期权和1份低交割价格的看跌期权。

3. 购买2份中间交割价格的看涨期权，同时出售1份高交割价格的看涨期权和1份低交割价格的看涨期权。

4. 购买2份中间交割价格的看跌期权，同时出售1份高交割价格的看跌期权和1份低交割价格的看跌期权。



蝶形价差——开立交割价格处于某一价位的期权头寸，同时开立交割价格较高和较低的反向期权头寸。

例题： 你出售2份9月50看涨期权，每份价格为5，共收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取期权费 $1000。同时还购买了1份9月55看涨期权，价格为1,购买了1份9月45看涨期权,价格为7,共支付期权费 $800。净收入为 $200。这是一份贷方价差，因为你收取的期权费高于支付的期权费。如果对应股票价格下跌，你将获利。同时，不管股票市场价格上涨到多高，组合的多头寸的价格都将超过两份空头寸的价格。

通常来说，都是先开立了某个头寸，随后附加其他看涨期权或者看跌期权头寸作为补充而构成的蝶形头寸。很难发现创造无风险的套利组合的机会，如果需要同时产生贷方期权费则更难。

例题：上个月，你出售了2份交割价格为40的看涨期权。目前对应股票的市场价格下跌，你认为交割价格为35的看涨期权较为便宜，因此，你购买了1份以部分抵消持有看涨期权空头寸的风险。同时，你还购买了1份交割价格为45的深幅价外看涨期权。这就构成了1份蝶形价差。

考虑到经纪公司收取的佣金费用，蝶形价差策略也较难获利，收取贷方期权费更难。选择策略时，应该综合考虑潜在收益、佣金成本和风险暴露。

蝶形价差由看涨期权或者看跌期权均可构成，还可以选择牛市或者熊市模式。对于牛市蝶形价差策略来说，当对应股票的市场价格上涨时最为有利，熊市蝶形价差策略则相反。

图8.14表示了一份详细的蝶形价差策略，并确定了其利润和亏损区间。该价差策略中，包括以下交易：

√ 出售2份6月40看涨期权，期权费为6（+ $1200）；

√ 购买1份6月30看涨期权,期权费为12(－ $1200);

√ 购买1份6月50看涨期权，期权费为3（－ $300）。

净成本是 $300。该蝶形价差策略会产生有限利润或者有限亏损。该策略是由较高价格和较低价格的头寸来抵消中间价格的头寸。许多蝶形价差中，潜在利润区间有限并且过窄，考虑佣金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

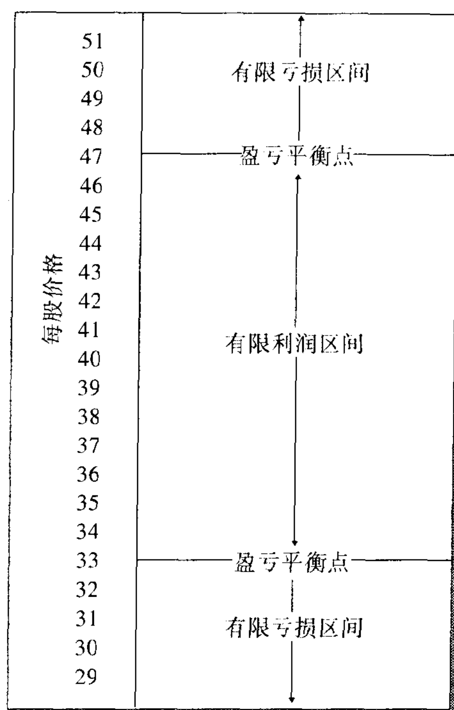


图 8.14　蝶形价差策略的利润和亏损区间

后就很难获利。本例中，包括了三种不同的交割价格。

表 8.4 概括了相应股票的不同市场价格所产生的利润或者亏损（在假定到期时，没有剩余时间价值）。如果对应股票的市场价格上升至每股 $50 或以上，短头寸的亏损由长头寸的相应盈利所抵补。如果股票市场价格下跌，最大亏损是 $300，即开立蝶形价差的成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.4 蝶形价差策略的利润/亏损示例

价格	6 月 50	7 月 40	7 月 30	总额
$51	+ $900	- $1000	+ $100	$0
50	+800	-800	0	0
49	+700	-600	-300	-200
48	+600	-400	-300	-100
47	+500	-200	-300	0
46	+400	0	-300	+100
45	+300	+200	-300	+200
44	+200	+400	-300	+300
43	+100	+600	-300	+400
42	0	+800	-300	+500
41	-100	+1000	-300	+600
40	-200	+1200	-300	+700
39	-300	+1200	-300	+600
38	-400	+1200	-300	+500
37	-500	+1200	-300	+400
36	-600	+1200	-300	+300
35	-700	+1200	-300	+200
34	-800	+1200	-300	+100
33	-900	+1200	-300	0
32	-1000	+1200	-300	-100
31	-1100	+1200	-300	-200
30	-1200	+1200	-300	-300
29	-1200	+1200	-300	-300
lower	-1200	+1200	-300	-300

理解套期保值

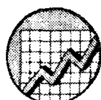
当一种策略中购买或出售期权是为了保护已开立的头寸，该组合头寸就被称为一种套期保值。

套期保值的两种类型

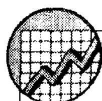
多头套期保值策略对股票价格上涨提供保护，空头套期保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值策略对股票价格下跌提供保护。



多头套期保值——购买期权，当股票价格上涨时对投资组合头寸提供保护。投资者在卖空股票时可以采用此策略，以防止股票市场价格上涨承受亏损。



空头套期保值——购买期权，当股票价格下跌时对投资组合头寸提供保护。投资者在持有股票多头时可以采用此策略，以防止股票市场价格下跌承受亏损。

多头套期保值的例题：你卖空 100 股份，如果股票的市场价格上涨，将承担亏损的风险，因此你购买了一份看涨期权。如果股票价格上涨，看涨期权的价格也会上升，就避免了亏损。

空头套期保值的例题：你持有 100 股份，由于近期市场上有不利的传闻，你担心股票价格会下跌。为对此进行套期保值，你可以采取两种措施：购买一份看跌期权或者出售一份看涨期权。两种头寸都对该 100 股份提供保护。看跌期权可以提供无限保护，而看涨期权所提供的保护仅限于出售期权所得的期权费。

多头套期保值通过对投资者的空头寸提供套头，防止股票价格上升的风险；初始头寸和套头头寸互相抵消，可以降低未预期的价格变动风险。空头套期保值与此相反，提供套头保护，使得股票价格下跌不会对投资者所持有的多头寸带来不利影响。

图 8.15 表示了一份多头套期保值，并确定其利润和亏损区

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间。该例中，你以每股 $43 的价格卖空 100 股份，同时支付 2 的期权费购买了一份 5 月 40 看涨期权。该多头套期保值策略假定对应股票的市场价格自头寸开立后已经下跌，因此该看涨期权的时间价值和内在价值总合为期权费 2。在这一假设下，不用轧平头寸，就可以降低未来亏损的风险，但是总利润也会减少。风险的降低仅延续至看涨期权到期，过期后股票空头头寸可能仍然持续。

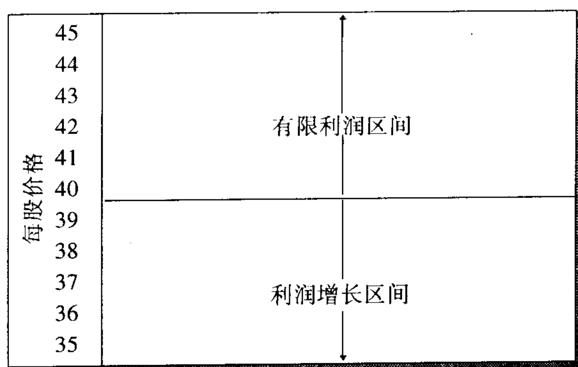


图 8.15　多头套期保值策略的利润和亏损区间

如果对应股票的市场价格上升，潜在利润就受限于股票卖价与看涨期权交割价格的差异内，期权到期前利润将不会超过该价差。卖空的股票的价格上升将被期权费的上涨完全抵消。如果股票价格下跌，卖空的股票将获利，减去支付的期权费就是实际利润。

表 8.5 概括了对应股票价格处于不同水平时，该套期保值策略的总价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.5 多头套期保值策略的利润/亏损示例

价格	股票	看涨期权	总额
$45	− $200	+ $300	+ $100
44	− 100	+ 200	+ 100
43	0	+ 100	+ 100
42	+ 100	0	+ 100
41	+ 200	− 100	+ 100
40	+ 300	− 200	+ 100
39	+ 400	− 200	+ 200
38	+ 500	− 200	+ 300
37	+ 600	− 200	+ 400
36	+ 700	− 200	+ 500
35	+ 800	− 200	+ 600

套头之外的套期保值

套期保值策略可以稍作改变，以增加潜在利润或者最小化亏损。

反向套期保值策略除了对头寸提供套头之外，还提供更多的保护。例如，如果你卖空 100 股份，你只需要购买 1 份看涨期权进行套头。如果执行反向套期保值策略，你可以购买多个看涨期权，对现有头寸提供保护，同时增大股票反向变动时的潜在获利机会。（如果购买 2 份看涨期权，股票价格每变动 1 个基点，所购买的看涨期权将变动 2 个基点；如果购买 3 份看涨期权，变动比例将是 3: 1。）

图 8.16 表示了一个反向套期保值的详细例题，确定了其利



反向套期保值——多头或者空头套期保值策略的扩展，开立的期权数量多于对股票头寸提供套头所需要的数量。这样，当对应股票市场价格出现不利变动时，可以增加获利潜力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润和亏损区间。该例中，你卖空 100 股份，当前价格是每股 $43。你同时购买了 2 份 5 月 40 看涨期权，价格为 2，支出期权费 $400。该反向套期保值策略解决了在实施多头套期保值策略时将会面临的问题。也就是说，如果股票价格上涨或是下跌，该反向套期保值均将获得利润——利润足以抵补购买看涨期权的成本。本例中，以每股 $43 的价格卖空 100 股份，购买了两份 5 月 40 看涨期权。（如前例，我们假设股票价格在卖空之后下跌，有足够的利润区间以抵补套期保值的成本。）

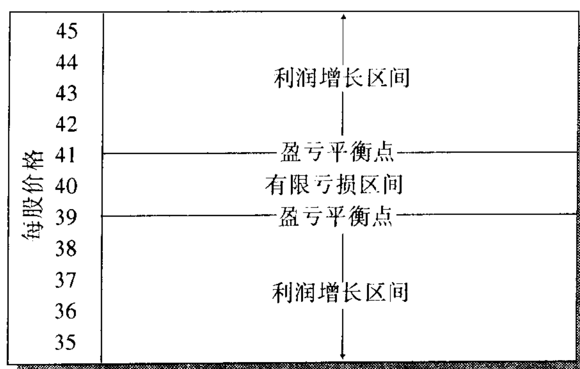


图 8.16　反向套期保值策略的利润和亏损区间

本例中，反向套期保值在两方面具有优势：第一，在股票价格上涨时对短头寸提供了保护；第二，附加的第二个看涨期权增加了投资组合的获利潜能。现在，如果股票的市场价格下跌，股票投资将会获利。如果股票价格上涨，看涨期权投资将实现 2 比 1 的利润。

表 8.6 概括了到期时，股票价格的不同水平所对应的投资组合的价值。

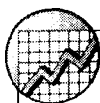
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.6 反向套期保值策略的利润/亏损示例

价格	股票	看涨期权	总额
$45	- $200	+ $600	+ $400
44	-100	+400	+300
43	0	+200	+200
42	+100	0	+100
41	+200	-200	0
40	+300	-400	-100
39	+400	-400	0
38	+500	-400	+100
37	+600	-400	+200
36	+700	-400	+300
35	+800	-400	+400

套期保值期权头寸

套期保值可以对对应股票的空头或者多头提供保护，或者降低或消除其他期权头寸的风险。套期保值策略是通过本章以前讲述的不同形式的价差与组合而实现的。通过改变多头方或者空头方的期权的数量，可以产生一种变量套期保值策略——一种同时包括多头和空头的套期保值策略。但是，其中一方开立的期权数量多于另一方。



变量套期保值——一种同时开立相应期权的多头和空头的套期保值策略，多空一方的期权数量多于另一方。（该种策略的目的是降低风险或者增大潜在利润。）

例题： 你购买了 3 份 5 月 40 看涨期权，出售了 1 份 5 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

55 看涨期权。该变量套期保值策略在完全消除出售未套头的看涨期权的风险的同时，增大获利的潜力。如果对应股票的市场价格上涨超出每股 $60 的水平，你所持有的期权空头每亏损 1 美元，对应的期权多头（包括 3 份合约）将获利 3 美元。如果对应股票的市场价格下跌，空头可以轧平获利。

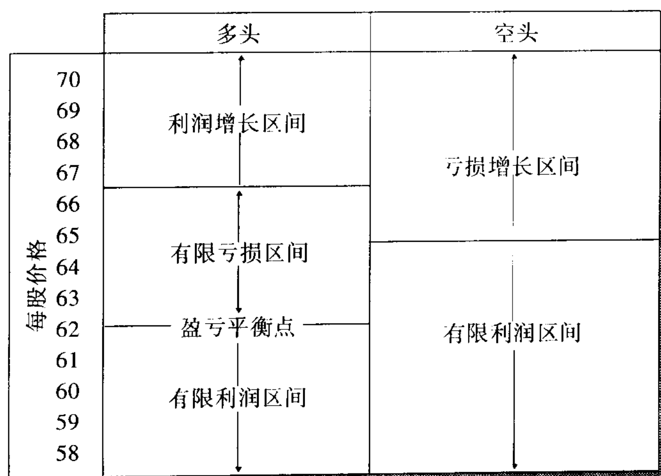


图 8.17　变量套期保值策略的利润与亏损区间

图 8.17 表示了一个多头变量套期保值头寸和一个空头变量套期保值头寸，并确定其利润和亏损区间。在多头变量套期保值示例中，你以每份 $1 的价格购买了 3 份 6 月 65 看涨期权，支出 $300；同时以每份 $5 的价格出售了 1 份 6 月 60 看涨期权，净收益为 $200。如果对应股票的市场价格上涨，该多头变量套期保值策略将获取最大利润。当股票价格高于 $65 时，股价每上涨 1 个基点，看涨期权多头价值将上涨 3 个基点。如果股票市场价格下跌，所有的看涨期权都将贬值，由于收取了期权费 $200，该策略仍可能有利可图。表 8.7 概括了到期时，不同的股票价格水平所对应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的头寸的不同价值。该策略存在的一个问题在于空头的到期日可能迟于多头，这在通常情况下是在变量套期保值策略中产生贷方余额的唯一途径。因此你需要关注价格变动，以便在多头到期之前获取足够的利润，或者准备好在多头到期后轧平空头。

在图 8.17 中的空头变量套期保值示例中，你以每份 5 的价格出售了 5 份 6 月 60 看涨期权，收取 $2500；同时你以每份 1 的价格购买了 3 份 6 月 65 看涨期权，支付 $300；净收益为 $2200。该空头变量套期保值策略比前例更为冒险，开始时收取的期权费较高，承担的风险也相应较高。当相关期权相互抵消之后，仍有 2 份空头看涨期权未套头。对应股票的市场价格的下跌将获得利润；如果至到期时股票价格仍然保持于交割价格之下，$2200 将完全成为利润。但是，股票价格的上涨将使亏损逐渐扩大。高于交割价格，股票价格每上涨 1 个基点，亏损将增大 2 个基点。表 8.8 概括了到期时股票处于不同价格水平时的空头变量套期保值头寸的价值。

表 8.7 多头变量套期保值策略的利润/亏损示例

价格	股票	看涨期权	总额
$70	+ $1200	- $500	+ $700
69	+900	-400	+500
68	+600	-300	+300
67	+300	-200	+100
66	0	-100	-100
65	-300	0	-300
64	-300	+100	-200
63	-300	+200	-100
62	-300	+300	0
61	-300	+400	+100
60	-300	+500	+200
59	-300	+500	+200
58	-300	+500	+200

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.8 空头变量套期保值策略的利润/亏损示例

价格	股票	看涨期权	总额
$70	- $2500	+ $500	- $2000
69	- 2000	+ 400	- 1600
68	- 1500	+ 300	- 1200
67	- 1000	+ 200	- 800
66	- 500	0	- 500
65	0	- 300	- 300
64	+ 500	- 300	+ 200
63	+ 1000	- 300	+ 700
62	+ 1500	- 300	+ 1200
61	+ 2000	- 300	+ 1700
60	+ 2500	- 300	+ 2200
59	+ 2500	- 300	+ 2200
58	+ 2500	- 300	+ 2200

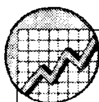
部分套头策略

套期保值的另一种形式是通过部分套头减少部分亏损。该策略称为比例出售。如果投资者对持有的每 100 份股份出售 1 份看涨期权，则提供了 1:1 的套头。比例出售是指多头与空头数量不对等。较高的比例可以存在于多头方或者空头方。请参见表 8.9。

表 8.9 比例出售

出售看涨期权	持有股份	套头百分比	比例
1	75	75%	1:¾
2	150	75	2:1¾
3	200	67	3:2
4	300	75	4:3
5	300	60	5:3
5	400	80	5:4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



比例出售——对某头寸提供部分套头而非完全套头的策略。（抵消了部分风险，因此比例出售也可以用于降低总体风险水平。）

例题：你持有某种股票的 75 股份并且出售了一份看涨期权。由于你的一部分股份（即使是一小部分）没有套头，你持有两种独立的头寸：股票的 75 股份和一份未套头的看涨期权。但是，如果该看涨期权被执行，你可以出售持有的 75 股份以满足 3/4 的交割要求。从实际角度来说，你的空头寸套头了 75%。该出售比例是 1 比 3/4。

例题：你持有某种股票的 300 股份，近期出售了 4 份看涨期权。可以将头寸看成持有 3 份套头的看涨期权和 1 份未套头的看涨期权，即 4 比 3 的比例出售。

图 8.18 表示了一个比例出售的详细例题，并且确定了其利润和亏损区间。该例中，你以每股 $38 的价格购买了 50 股份，同时以 3 的价格出售了 1 份 9 月 40 看涨期权。该比例出售策略创建了一个部分套头的看涨期权头寸。空头头寸的一半风险被多头持有的 50 股份所抵消；另一半风险未套头。如果对应股票的市场价格上升，持有的 50 股份可用于交割，降低了 50% 的风险。但是，如果对应股票的市场价格跌幅较大，股票投资的亏损将抵消出售看涨期权所收取的期权费。表 8.10 概括了到期时，股票处于不同价格水平时的头寸价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

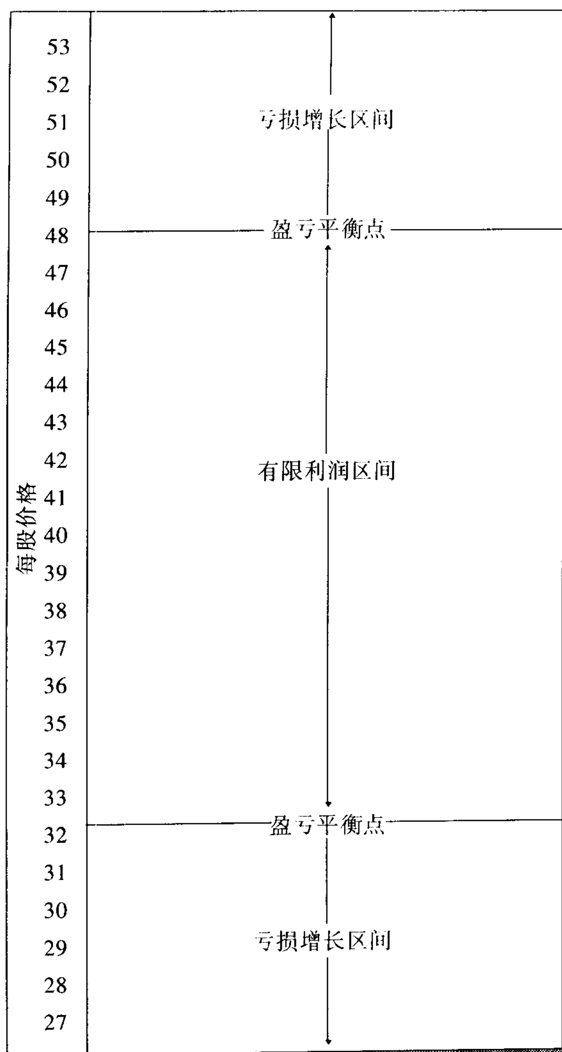


图 8.18　比例出售策略的利润与亏损区间示例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.10 比例出售策略的利润/亏损示例

价格	7 月 40 看涨期权	7 月 40 看跌期权	总额
$50	+ $600	- $700	- $100
49	+550	-600	-50
48	+500	-500	0
47	+450	-400	+50
46	+400	-300	+100
45	+350	-200	+150
44	+300	-100	+200
43	+250	0	+250
42	+200	+100	+300
41	+150	+200	+350
40	+100	+300	+400
39	+50	+300	+350
38	0	+300	+300
37	-50	+300	+250
36	-100	+300	+200
35	-150	+300	+150
34	-200	+300	+100
33	-250	+300	+50
32	-300	+300	0
31	-350	+300	-50
30	-400	+300	-100

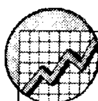
理解跨式策略

价差策略包括购买和出售不同条件的期权，而跨式策略指同时购买和出售具有相同交割价格和到期日的期权。

中间亏损区间

多头跨式策略是指购买一个看涨期权和一个看跌期权，两者具有相同的交割价格、到期日和对应股票。由于你在建立跨式期权头寸时须支付期权费，当股票价格处于交割价格附近区间内将产生亏损，当股票价格高于或者低于该区间将会盈利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



多头跨式策略——购买相同数量的看涨期权和看跌期权，交割价格和到期日相同。当对应股票价格上涨或者下跌较大幅度，足以抵补开立头寸的成本时，该策略可以获利。

例题：你开立了一个多头跨式头寸。购买了一份2月40看涨期权，支付期权费2，同时购买了一份2月40看跌期权，支付期权费1。总成本是$300。如果对应股票的市场价格保持于交割价格上下3个基点以内，该跨式头寸将不会获利。3个基点的内在价值将被成本抵消。如果股票的市场价格比交割价格高或者低3个基点以上，多头跨式头寸将会获利。本例没有考虑佣金费用。

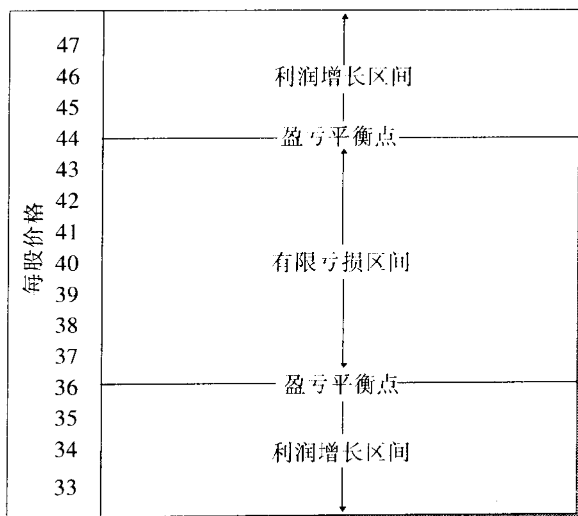


图8.19　多头跨式策略的利润与亏损区间

图8.19表示了一个多头跨式期权头寸，确定其利润和亏损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区间。本例中，你购买了一份 7 月 40 看涨期权，期权费为 3，购买了一份 7 月 40 看跌期权，期权费为 1，净成本为 $400。该多头跨式期权头寸包含的看涨期权和看跌期权的交割价格、到期日和对应股票完全一样。如果对应股票价格的变动幅度超过期权费成本——本例中为 4 个基点——就可以获利。该股价的变动可以是上涨也可以是下跌。表 8.11 表示了到期时，当股票价格处于不同水平时的跨式期权头寸的价值。

表 8.11　多头跨式策略的利润/亏损示例

价格	7 月 40 看涨期权	7 月 40 看跌期权	总额
$47	+ $400	- $100	+ $300
46	+300	-100	+200
45	+200	-100	+100
44	+100	-100	0
43	0	-100	-100
42	-100	-100	-200
41	-200	-100	-300
40	-300	-100	-400
39	-300	0	-300
38	-300	+100	-200
37	-300	+200	-100
36	-300	+300	0
35	-300	+400	+100
34	-300	+500	+200
33	-300	+600	+300

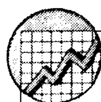
由于同时持有看涨期权与看跌期权多头，你可以轧平某一头寸获利，同时继续持有另一头寸，期望价格会向反方向变动。例如，如果对应股票的市场价格上涨 2 个基点，可以轧平看涨期权获利；如果以后股票价格下跌，低于交割价格 3 个基点，就可以轧平看跌期权获利。所需关注的最重要的价格，是股票价格的总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体变动幅度。价格总体变动幅度超过开立该头寸的成本才能获利。由于时间有限，可能没有足够的时间使股票价格既出现上涨也出现下跌；多头策略的设计思想是股价变动的两个方向均可获利，但是你不能过分指望于在两个方向都能获利。

中间利润区间

前例中，开立了两个相关多头头寸，在交割价格附近产生了一个亏损区间。同样的思想也适用于空头策略；你可以通过开立一个空头跨式头寸创建一个有限利润区间。该策略包括对应相同的股票出售同样数量的看涨期权和看跌期权，交割价格和到期日均相同。这样就在交割价格附近产生了一个中间利润区间，当股票价格超出该区间范围，将产生亏损。多头跨式策略适用于预期股票价格变动幅度不太大时，可以使时间价值优势最大化。由于时间价值逐渐衰减，只要对应股票的市场价格没有上升或者下降太多的基点，空头跨式策略就能够产生利润。



空头跨式策略——出售相同数量的看涨期权和看跌期权，交割价格和到期日相同。当对应股票价格变动仅限于有限区间时，该策略可以获利。

例题：你采用一个空头跨式策略。出售了一份3月50看涨期权，期权费为2；同时出售了一份3月50看跌期权，期权费为1；净收益为$300。只要对应股票的价格保持于交割价格的上下3个基点以内，一份期权中的内在价值将会被另一份期权的价值衰减所抵补。但是，如果股票的市场价格变动超出了该范围，该空头跨式策略将产生亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该理论没有考虑期权的交易成本。实际操作中，有限区间应该更窄，由于经纪人佣金缩小了利润区间。如果需要交割，这些费用会更高。在这种情况下交割的可能性大于简单的空头寸，因为到期时看涨期权或者看跌期权其中之一很有可能处于价内。如果股票的市场价格长时间保持在交割价格附近区间，使你能够获利轧平时间价值较低的期权，该种策略将取得最佳效果。在选择该策略时，你应该考虑为了获得较低的利润，是否值得承担开立两个空头寸的风险。

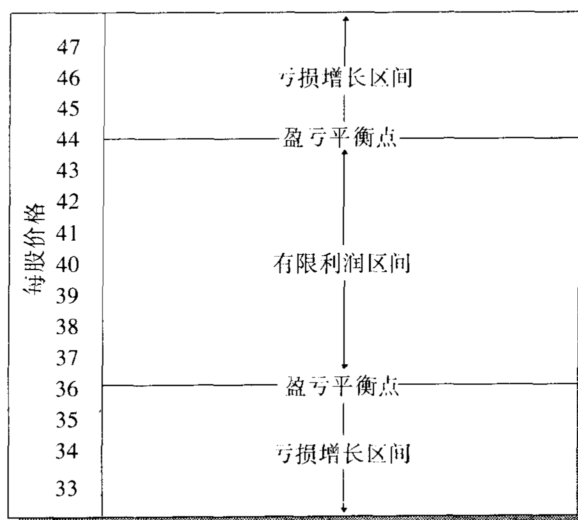


图 8.20 空头跨式策略的利润与亏损区间

图 8.20 表示了一个空头跨式期权头寸，并确定了其利润区间和亏损区间。该例中，你出售了一份 7 月 40 看涨期权，期权费为 3，同时出售了一份 7 月 40 看跌期权，期权费为 1；净收益为 $400，这样产生了交割价格上下 4 个基点的利润区间。本例中表示的空头策略与多头策略正好相反。该头寸包括两个空头头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寸——一个看涨期权，一个看跌期权，对应股票、交割价格和到期日均相同。中间区域是利润区间而非亏损区间。只要股票的市场价格保持于该利润区间之内，该策略总体就将获利。本例中，该区间为交割价格上下 4 个基点。

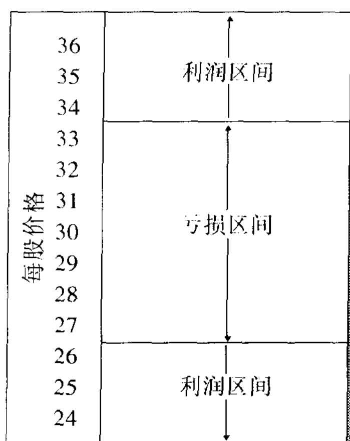
除非到期时，对应股票的市场价格恰好持平于交割价格，交割是十分现实的风险。表 8.12 概括了到期时，股票价格处于不同水平时空头跨式头寸的价值。

表 8.12　空头跨式策略的利润/亏损示例

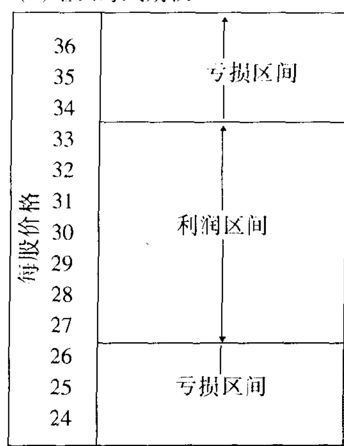
价格	7 月 40 看涨期权	7 月 40 看跌期权	总额
$47	− $400	+ $100	− $300
46	−300	+100	−200
45	−200	+100	−100
44	−100	+100	0
43	0	+100	+100
42	+100	+100	+200
41	+200	+100	+300
40	+300	+100	+400
39	+300	0	+300
38	+300	−100	+200
37	+300	−200	+100
36	+300	−300	0
35	+300	−400	−100
34	+300	−500	−200
33	+300	−600	−300

在计算实际利润和亏损时，应考虑经纪人佣金。开立和关闭头寸时都需要支付佣金，如果期权被执行，还需要额外支付费用。因此这些费用会减少甚至消除跨式策略中的微薄的利润。图 8.21 对多头跨式策略和空头跨式策略的利润区间和亏损区间进行了比较。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(1)购买 1 份 4 月 30 看涨期权,价格为 2,购买 1 份 4 月 30 看跌期权,价格为 1,总成本 $300



(2)出售 1 份 4 月 30 看涨期权、价格为 2,出售 1 份 4 月 30 看跌期权,价格为 1,总收入 $300

图 8.21 多头跨式策略与空头跨式策略的比较

组合策略的理论和实践

高级期权策略的风险暴露较高，尤其是当策略中包含空头头寸时。如果你决定采用这些策略中的任意一种,请记住以下要点:

1. 经纪人佣金是成本的一部分。

经纪人佣金将大幅减少利润，特别是当你仅进行单一期权交易时。你所进行的交易越多，每笔交易的平均经纪人佣金就越低——但是你所承受的市场风险也越大。边际潜在利润甚至可能完全被佣金费用所抵消，因此在进入任何交易前，请考虑该策略的实际净收益。没有保证获取利润的投资策略，但是如果没有考虑佣金成本，就将造成错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 提前交割可能打乱你的部署。

期权买方有权在到期前的任何时刻要求交割，不一定是在到期日。投资者很容易忘记这一点，简单地假定交割总是发生于到期时。永远不要忽视交割风险。一个看起来简单易行的策略可能被未预期的提前交割全部打乱。只要你的策略中包含看涨期权或者看跌期权空头，有效期内随时存在交割的可能性。确保在评估策略与其可能结果时，考虑到了提前交割的可能性，并且制定了应对之策。

3. 潜在利润和风险总是直接相关的。

许多期权投资者较多地关注于潜在利润，而忽视了潜在风险。记住获利的可能性越大，亏损的潜在风险也就越大。

4. 你所承受的风险度会受到经纪公司的限制。

你可以设计一系列复杂的交易，你认为风险有限，并且有可能获取较大的潜在收益。但是，请记住，只要该策略中包含空头头寸，你的经纪公司都会限制你所需承受的风险度。你需要满足交纳保证金的最低要求，如果没有满足，经纪公司有权在市场发生不利变动时轧平你的头寸——即使你相信该不利价格变动只是暂时的。因此，你需要按照经纪公司的规则存入现金和证券对空头头寸提供保护。

5. 你需要在开立头寸前认真分析选取的策略。

在认真考虑了所有可能出现的情况之后再选取策略。你需要评估所有可能的结果，而不只是考虑你认为最有可能发生的状况。你还需要事先确定出现每种结果时，你将采取何种措施。也就是说，不论价格出现有利变动或者不利变动，你将如何行动。许多错误的产生都是由于投资者没能事先对策略进行充分的分析。应该分析策略的最优结果和最差结果。

6. 事物的发展并不总是像你在纸面上设计的。

当在纸面上设计时，你可以说服自己某种特定的策略不可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亏损——或者亏损的可能性极小。但是，当你进入交易之后，你可能会发现价格的变动与你的预期不同，或者期权价格的变化与预期不符。只有现实体验才能理解风险。只有实际经验才能说明期权交易的理论与实践之间的差异。对应股票的市场价格的突然变化，或者市场总体价格大幅变动及回调，都会影响利润，打乱你的纸面设计。

期权是投资的一种新模式。可以用来保护现有头寸、保证利润或者利用暂时的机会。投资者可以明智地采用期权策略获利。但是，请记住每一种潜在利润都对应着潜在风险。只有通过认真的评估和分析，才能正确地使用这些策略。

下一章解释为什么投资者需要选择个性化的独立的投资策略。没有一种策略适用于所有的投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

选择自己的策略

你最终需要根据所面临的特定环境确定合适的期权策略。如果你的个人风险承受能力和制定目标表明你不应该采用某种期权，你就不要坚持使用。

作为投资者，你的成功有赖于你根据目标制定策略的能力和执行的愿望；你的策略能够多么准确地满足你的目标（假设第一步，你已经准确选择了目标）；最重要的是，你能够多么严格地遵循你所制定的策略：不仅仅遵循符合你的整体目标的策略，而且遵循你事先制定的策略规则，同时不受诱惑偏离策略。

也许对于期权投资而言，设立严格和周密的策略相较于其他形式的投资更为重要。使用期权的方式有多种，从高度投机、高风险的策略到非常保守、低风险的策略，你需要认真审视什么是你真正希望得到的和你能够支付的。同时一旦设定了规则你就需要遵循。你的个人风险标准将会表明采取什么形式的期权投资，将会符合你的投资组合和金融计划。也许目前这些策略是可行的，但是明天就不再可行，也有可能正好相反。你的财务计划也是变化的，应该跟随你的财务实力状况的变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而变化。同样，随着你的财务实力的改变和你对该投资市场的经验的增加，你的风险标准也应该相应变化。

期权是一种极为方便的投资工具，可以使你分散风险、提供保护、增加收入——或者以不同的形式和组合产生以上优势。但是，第一，你必须确定你现在属于什么类型的投资者，未来你希望成为什么类型的投资者。期权投资中存在许多陷阱。期权的术语很复杂，数学计算较多，市场变幻莫测。因此，需要关注最为重要的要素。

如果你是一个投机者，你将主要关注短期收益的潜力，较少关注长期获利的潜力。因此你往往易于选择较高风险的投资工具，出售未套头的期权或者购买接近到期的便宜期权。作为投机者，你也会选择价差与跨式策略，具有获利潜力的同时风险较小。如果你投机于股票投资，你可能会希望使用期权抵消股票市场波动的潜在亏损或者对空头提供套头。危险在于你可能会采用特异策略，主要是因为其特异性而不是因为适合于你。

如果你是保守型投资者，追求投资的长期增长。你可以通过出售套头的看涨期权获取持续的较高回报率。为了保证长期投资组合头寸的价值，投资者——特别是保守型的投资者——可以采用期权保护市场的暂时变动对头寸的不利影响。采用期权投资通常所需成本不高，就可以对头寸提供下方保护并且获取短期收益潜力。例如，购买看跌期权，就不像出售看涨期权那样会面临交割的风险，但是可以获取同样的保护。看跌期权多头可以对头寸提供保险，而看涨期权空头更适于获取高于平均水平的回报率，但是当对应股票的市场价格上升时，存在交割的风险。

理解风险范围

期权可用于投资或者保护对应股票的价值。为了确保期权投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资可以最好地满足你的个人投资需要，你需要遵循三个步骤：

1. 深刻认识各种形式的期权投资。在实际投资于期权头寸之前，应跟踪市场的价格变动进行理论分析。通过金融报纸杂志或者通过家庭计算机与交互系统获取期权的直接报价服务。熟悉期权的报价方式，关注期权价格的每天变化。

2. 确定你的个人投资和风险政策，根据政策设定标准。根据目标确定适当的投资行为。注意你的目标和政策应该随着财务状况的变化而变化。时刻准备放弃旧观念和接受新事物。

3. 确定和理解期权的每种可能变化中所涉及的特定风险，包括对应股票的市场价格出现未预期的变化时的紧急风险。避免看问题简单化。跟踪期权市场以取得更深入的了解，最终进行直接实践。在大多数投资形式下，所承担的风险是固定的。在期权投资中，风险完全依赖于你所持有的头寸。例如，作为买方，时间是不利因素；作为卖方，时间是有利因素。期权投资中最重要的要素是时间价值如何随着时间而变动。

对于持有的期权头寸，最为明显的风险就是对应股票价格的变动方向与你的预期不同，或者，股价的短期变动太小或太大，不能获取理想的利润。寻求短期收入的投机者，和使用期权锁定回报率或确保相关头寸价值的保守型投资者，均愿意承担以上风险。

除以上风险外，如果你投资于期权，还应记住其他几种形式的风险。

保证金风险

谈起保证金，大多数投资者都会想到购买股票时的账户开立保证金，期权投资中的保证金需求与此不同。经纪公司要求你对所承担的任何空头头寸都提供抵押物（除非投资组合中，该空头头寸已经被套头）。

当你开立未套头的期权空头头寸时，经纪公司将要求你在账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

户中存入现金或者证券，以保护部分潜在风险。例如，当你出售未套头的看涨期权时，你的经纪公司要求你在账户中留存特定数量的证券（各公司对此规定有所不同，但均需遵循最低法定要求）。超出保证金要求之外的潜在亏损属于在险资金，不论对你或是对经纪公司均是如此。因此，如果对应股票价格上涨，要求的保证金也会相应提高。

此时的风险在于，当对应股票的市场价格发生未预期变动时，你将被要求存入额外的现金或证券以满足保证金需求。这就对投资者的头寸施加了限制。保证金需求通常必须在很短的时间内满足。在进入任何空头头寸之前——未套头的看涨期权或者看跌期权、价差、跨式期权——你应该确定所需承担的保证金要求，同时确保你可以负担。

个人目标风险

成功的投资者确立个人目标，定期回顾，选择符合目标风险水平的策略，以后设定个人投资规则并且遵循这些规则。如果不遵循这种方式，你利用期权投资持续获利的机会就会大大降低。

例题：你建立了一些个人目标并且设定了个人投资规则。你的一项投资政策是期权投机部分不超过投资组合价值的15%。在认真分析和选择之后你制定了一项购买看涨期权和看跌期权的投资计划并开始实行。一段时间后，你获取了显著的利润。随后，市场进入未预期的大幅回调状态，你发现投资于看涨期权的比例过大，现在看涨期权的价格迅速下跌。经认真审视，你发现市场回调前，投入了大约30%的资金，现在看起来将全部亏损。在实施计划时，你没有遵循制定的政策。由于你没有监测你的投资组合，你的亏损超出了你的承受力。

你制定的标准应该明确平仓的价位，这样可以避免因希望未来获取更大收益而拖延采取行动。对未来的预期是一种持续的诱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惑，但是如果陷入该诱惑之中，几乎可以肯定你将承受亏损。建立两个价位点：最小收益和最大亏损。在达到任何一点时平仓。

市场不可及风险

我们以上对任何期权策略的讨论都假定你能够随时开立或者轧平头寸。对于所有的期权交易而言,时机是关键要素。但是作为期权投资者,你需要认识到存在着市场由于种种原因而不可及的风险。

例题：1987 年 10 月，股票市场经历了前所未有的大崩溃。交易量超过了 6 亿股份，经纪公司的交易订单需要延迟几天才能交割。希望进行交易的投资者不能够通过电话与经纪公司取得联系，已经下达的交易订单也需要延迟几天。此后的一个星期，股票和期权的价格变动范围都非常大。期权投资者，特别是投机者，承受了巨大的亏损，原因不仅仅是价格的大幅下跌，还包括市场的不可及性，他们不能够及时下达平仓交易止损。

从那时起，交易规则有所改变，当交易价格达到一定的价位时，市场自动停盘，因此，该种状况不会重演。另外，通过计算机直接下单大大提高了市场运营的总体效率。但是，期权市场的特点仍然意味着某个特定的价格不一定可以获得。例如，你可能希望以当前的价位进行某笔交易。但是，实际执行时市场价格可能已变动 1/2 个基点。由于市场变动非常迅速，你不可能每次交易都获取即时的价格。在确定一笔特定的交易时，你需要考虑到一定幅度的价格变动。

交易失控风险

期权投资者需要面临的另一种风险是对应股票的交易可能被停盘。例如，市场上有可能传闻某公司将被收购，如果传闻属实，该公司的股票很有可能上涨。收购发生时，该股票的交易将被停盘，通常持续一天以上。所有相关期权交易也会停止。对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期权投资者而言，这种情况就意味着严重的风险。

例题：你上个月出售了一份未套头的看涨期权，收取期权费11。你的策略是如果该股票价格上升8个基点以上就平仓，否则就保留至到期。但是，昨天该公司收到一份收购意向书，收购价格每股高于当前市场价格20个基点。你立即打电话给你的经纪公司要求平仓。但是你被告知交易所停止了该种股票的交易，因此不能交易相关的期权，也就不能轧平该空头寸。现在你认识到，当可以重新开始交易时，你的期权的价格很可能比昨天高20个基点，该期权很有可能被要求交割。

同样情况下，看涨期权的买方也只能等到交易恢复后才能轧平头寸获利。停盘期间内，收购投标也可能失败或者推迟，该期权的价格将不再高20个基点。

经纪人风险

如果你的经纪公司破产或者被主管公司要求停业整顿，你将发现不能根据意愿轧平头寸。有时，经纪公司为了避免自己承受风险而未经授权就轧平了你所持有的头寸。这些情况并非经常会遇到，但有时的确会发生。

当发生经纪公司大规模破产事件时，期权清算公司不一定能够确保所有期权合约的交割。保证金制度和对个人期权头寸的限制对这些风险有所限制。但是每位期权投资者都需要认识到风险确实存在。

另一种经纪人风险涉及到经纪人个人的行为。永远不要授予任何经纪人无限制的权力，不管你对他们多么信任。由于瞬息万变的市场所带来的风险，期权交易并不适合于每位投资者，甚至很有经验的经纪人也可能不会完全理解客户的思路。曾经发生过被授予无限权力的经纪人滥用权力的事件，而这种权力的滥用未来无疑仍会发生。可能也会出现经纪人越权交易的情况。不幸的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，当对于经纪人过分信任时，往往问题只有在出现亏损后才会暴露出来。允许经纪人不经过你的事先许可，或者在你的掌握之外进行期权或者其他任何证券的投资，往往都是错误的。

佣金风险

计算利润区间和亏损区间时应该考虑交易成本。记住，任何期权交易都需要支付佣金。如果你仅购买单一期权合约，将降低风险暴露，但是将增大你的成本。

本书中大多数例题都只涉及到单一期权合约，但是这只是为了尽量清楚地描述特定的策略，由于同样的原因我们也没有考虑交易费用。但是，当实际进行交易时，必须考虑成本，因为微薄的利润很可能在计算费用之后变成亏损。

你的风险在于忘记考虑交易成本，从而不能获得预期的利润。当期权被要求交割时更是如此，此时你的期权和股票交易都需要付费。在开立和轧平头寸、计算风险和获利潜力时不要忘记交易成本。

机会损失风险

期权投资所涉及到的最常见的风险之一是机会损失。机会损失可能产生于几种方式，最明显的是出售套头的看涨期权。如果在你开立头寸后对应股票的市场价格突然上升，你就会面临损失利润的风险。出售套头的看涨期权可以保证你获取持续而有限的利润，但是你必须作好丧失机会成本的准备。

例题：最初你以每股 $34 购买了某种股票的 100 股份，当前市价为每股 $42。你出售了一份交割价格为 40 的看涨期权，认为如果期权被交割，从看涨期权和股票两方面均可获利。但是，以后股票价格上涨至每股 $65，期权被执行；你被要求以每股 $40 的价格出售当前市场价格为每股 $65 的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本例中，你开立期权头寸时已经锁定了利润。但是，收取期权费之后，你必须承受股票市场价格上升的机会损失风险。

机会损失风险也会表现为其他形式。例如，如果你选择了特异期权策略，同时开立期权多头与空头，保证金要求可能会阻止你利用其他的投资机会。所有的投资者都会遇到同样的问题，因为不管在开立头寸之前对策略的设想多好，之后都有可能出现更好的投资机会，而你不可能永远有足够的资金投资于所有的这些机会。

评估你的风险承受能力

每位投资者都有自己特定的风险承受能力——承受风险的能力和意愿。该能力不是固定的，会随着时间而变化。你的个人风险承受力会受到年龄、收入、家庭状况、未来的前景展望和个人特性的影响。你的风险承受力取决于以下因素：

1. 投资资金

多少资金可用于投资于长期成长的股票或者投机于短期收入？你的投资资金的多大比重可以用于在险投资，如期权或者其他投机？

2. 个人因素

你的年龄、收入、负债水平、经济状况、工作（以及工作安全性）和其他潜在因素。

3. 你的经历

你有多少投资经验？你是否适合于投资市场，你成为投资者已经有多长时间？在专业性较高的市场，例如期权市场的风险承受力会受到经验的影响，不仅仅是在特定投资区域的经验，还涉及到在整个市场的投资经验。期权当然是一种高度专业的投资工具，经纪人需要确定你具有合格的投资能力之后才能允许你进行期权投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 投资原因

风险承受力取决于你如何进行投资和为什么进行投资。例如，如果你将期权投资作为退休养老计划的一部分，你的投资可能只局限于出售套头的看涨期权。但是，出售套头的看涨期权的策略也可能因为风险承受力的不同而变化，因此你的退休养老投资组合需要根据风险确定。

5. 你的个人目标

每个投资者的个人投资目标最终确定了可以和应该承受多大的风险。你的目标可能包括保护资产、进行套期保值以免受通货膨胀的影响、最大化短期收入、获取持续的收益率、为退休积聚充足的资金、为孩子储蓄大学费用、对房屋分期付款、获取资产的长期增长，或者是以上不同目标的组合。

一些投资者将投资组合分成不同的部分。一部分用于长期增长投资，另一部分用于较为进取的收入基金、股票或者投机产品比如期权。大多数投资者仅将投资组合中的一小部分用于高风险的投机策略。

不管你属于什么类型的投资者，在实际投入任何资金之前都应认真地研究投资和风险。永远不要完全依赖经纪人的建议，不论他或她是多么诚实和敬业，他们的工作都是以收取佣金为基础，希望你多做交易。认识到这一简单的事实就足以促使投资者自己进行研究和分析。市场的新闻和传言通常只会影响到短期的走势，但是对于长期的整体走势并不重要。

投资时记住你的风险承受能力，不要针对尚未调查证实的新闻或者传言作出立即的反应。你的个人目标和风险承受力应是指引你的投资决策的决定因素。选择你认为最重要的基础和技术指标，在投资时运用这些信息。

最佳的投资策略是在认真评估各个要素和风险的基础上制定的。表9.1所示的期权投资风险评估表将帮助你确定期权的风险种类。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9.1　风险评估工作表

低度风险

—— 出售套头的看涨期权
—— 购买看跌期权获得保护（多头）
—— 购买看涨期权获得保护（空头）

中度风险

—— 比例出售
—— 组合策略
　　——多头　　　——空头

高度风险

—— 出售未套头的看涨期权
—— 组合策略
　　——多头　　　——空头
—— 购买看涨期权投机
—— 购买看跌期权投机

应用限定

认识到自己的个人投资限定可以对期权投资提供指引。当持有期权的未平仓头寸时，你应该不仅制定投资目标和风险承受力，还应认识到你所期望的目标回报率和止损点。

为制定这些限定，根据回报率和期权的其他特点，包括时间价值水平、交割价格和对应股票的当前市场价格之间的差价、期权费、股票价格的波动性、市场总体状况和为避免交割时的向前滚动的可能性确定你要进行的期权投资。在出售套头的看涨期权时，你还应确定——事前确定——未交割期权的潜在收益率和交割期权的潜在收益率。

如果你根据以下要点制定决策，将增加期权投资的成功机会：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 时间价值最大化

期权买方应避免购买时间价值过高的期权。时间对买方不利，时间价值越高，通过购买期权获利的机会就越小。对于期权卖方则相反，应该寻找时间价值最高的期权，时间于你有利，出售期权的时间价值越高，未来获利的前景就越好。

例题：你购买期权，为自己设定一个限定，期权费中的时间价值含量不能超过一半；与此相应，你只会购买价内期权。如果某个特定期权的期权费当前是 4，它必须价内至少有 2 个基点；内在价值越高越好。

例题：你出售期权，特意寻找时间价值最大的期权，通常不出售时间价值小于期权费一半的期权。你认识到一段时间以后，当时间价值衰减后你获利的机会增大。这样，即使股票价格向与预期相反的方向变动几个基点，仍然不会亏损。

2. 距到期的有效时间

购买有效期非常短的期权获利可能性较低。如果期权距到期仅有几个星期，时间价值较低，但是对应股票价格也需要在短期内发生有利变动。记住时间和时间价值直接相关。买方期权产生内在价值，和卖方期权时间价值衰减通常都需要时间，到底有效期多长合适还取决于期权、当前股票的状况、交割价格和股票当前市场价格之间的关系。

例题：你购买期权，并且希望购买的期权所包含的时间价值最小。你喜欢购买有效期 2 个月以下的期权，该区间期权的时间价值较小。然而，如果购买的期权有效期低于 1 个月，股票价格发生有利变动的可能性就较小。你通常选择有效期在 1 至 2 个月之间的期权。

例题：你出售期权，寻求时间价值最大的期权。但是，你也认识到距到期时间太长意味着较大的交割风险。有效时间越长，股票市场价格变动的潜力就越大。你注意到当距到期尚有 3 个月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上时，时间价值较大；同时你也不愿投资于到期超过 5 个月的期权。你所选择的最佳期权的有效期是 3 个月至 5 个月。

3. 期权合约的数量

你需要确定在某一时刻同时交易多少份期权合约。你不希望仅投资于几份期权合约。同时交易的期权合约越多，你的平均交易成本就越低。但是，在增加交易的合约数量的同时也增加了你所面临的风险。

例题：通过柜台经纪人进行 $2000 以下的期权交易的费用是 $18 加上期权费的 1.8%。平均成本根据同时交易的期权数量的不同而变动，数量越多，成本越优惠：

✓ 1 份期权，期权费为 3　　　　成本 = $23.40

✓ 2 份期权，每份期权费为 3　　成本 = $28.80

✓ 3 份期权，每份期权费为 3　　成本 = $34.20

交易 3 份期权时，每份期权的交易成本是 $11.40，小于仅交易 1 份期权的期权费的一半。交易成本降低一半，但同时风险也增加了 3 倍。每位期权投资者都需要将这两个要素均衡考虑。

4. 目标回报率

进入每笔期权交易时，事先制定一个特定目标回报率。如果可能出现两种或者两种以上的结果（例如出售套头的看涨期权），应充分认识各种可能的结果。

例题：你购买了期权，目标回报率是 50%。如果不能达到目标，你愿意承担 100% 的亏损，并且直至接近到期也不改变该种预期。上个月，你购买了一份期权，支付期权费 4。昨天，期权费变为 6。由于已经达到了 50% 的目标，你售出了该期权。

5. 买入和卖出水平

制定目标收益率的同时，还应制定轧平头寸的期权费水平。制定并遵循这些规则。当期权费上升（多头）或者下降（空头）至你制定的目标价格水平时，轧平头寸。为使亏损最小，如果价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格达到预定的止损点，也应平仓。对于买方而言，对期权费设定一个上限时风险最小；对于卖方而言，对期权费设定一个下限时风险最小。

例题：你通常同时购买 3 份期权。你不购买期权费高于 3 的期权，因此一次交易所支付的期权费从不超过 $900（加上交易成本）。你也设定了标准，将在特定的价格/价值区间售出。如果每份期权的期权费增加至 $450 或以上（成本为 $300），你将售出该期权。如果每份期权的期权费下降至 $150 或以下，你也将售出。

例题：你对于多样化的股票组合出售套头的看涨期权。你的标准是为了降低风险，你出售的每份期权合约所收取的期权费不能低于 $500。一旦开立了期权头寸，如果期权费降至 3 或者以下，你将平仓。如果由于对应股票的市场价格上升而使期权费上涨，你将不采取行动；你选择的期权在交割时将产生较高的利润。

通过确定可以接受的所有特征和风险，你可以选择符合你的要求的期权。如果你的要求不切合实际，你将很快发现没有符合条件的期权。

例题：你设定了一个包括以下几个条件的规则。第一，你决定所购买的期权的期权费中不能包含超过 25% 的时间价值。第二，期权距到期时间最少 4 个月。第三，购买时必须处于价内。但是，当你试图按照这些条件选择期权时，你发现没有符合所有这些条件的期权。你认识到，该规则应该有所改变。

当考虑期权策略时，首先计算到期交割时的潜在利润，然后再设定其他的标准：最大的时间价值、距到期时间、交易中包含的期权合约数量、目标回报率、轧平头寸的价格区间。很显然，这些标准对于买方和卖方将相差很远，对于套头头寸与未套头头寸也相差很远。使用表 9.2 中的期权限定工作表制定你的个人限定，然后遵循这些限定。如果你发现这些限定不切实际，可以进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行适当的修改。通过事先确定你所要进行的期权投资的特点，和确定何时轧平头寸，你将避免犯大多数投资者最经常犯的错误：在匆忙中制定无效的策略。许多投资者最初的投资较好，后来的失败仅源于不知道如何在适当的时机平仓。

表 9.2 期权限定

套头的看涨期权出售标准

未交割收益率

股息	$ ____		
看涨期权费	____	总收入	$ ____
		股票成本	$ ____
		利得	____%

交割收益率

股息	$ ____		
看涨期权费	____		
股票利得	____	总收入	$ ____
		股票成本	$ ____
		利得	____%

期权购买标准

时间价值最大化：____%

距到期时间：____月

期权合约份数：____份

目标回报率：____%

出售价位：上涨至 $____

或者：下跌至 $____

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着眼长期

除了制定期权投资的即期标准和目标之外，还应制定并遵循长期投资策略。

如果仅依据经纪人或者他人的建议开立头寸，而没有考虑是否符合你的长期投资策略，这样的做法是错误的。期权，就像所有的其他投资一样，应该符合适当的长期和短期目标。

例题：你已经制定了个人投资目标，并且确定了即期和长期目标。你希望承担较低或者适中的风险。因此你将所有的资本投资于蓝筹股。为了使得投资组合在一段时间后增值，你考虑采取以下两种策略中的一种：

策略 1：持有股票用于长期投资。许多年以后，选择正确的公司的资本积聚将使总体投资升值，股息将提供当前收入。

策略 2：通过购买股票和出售套头的看涨期权增加投资组合的价值，要求期权交割和未交割的回报率均超出 35%。由期权交割、看涨期权费和股息所获取的收入均再次投资于具有相关可交易期权的蓝筹股份。

上例中，第二种策略所获取的回报率较高，因为通过出售看涨期权可以持续获取高收益，同时该策略可以使得成本获取一定的折价，对投资提供一定的下方保护。出售看涨期权还可以增加你的可用现金进一步投资于股票中。

关于套头的看涨期权策略，有相反意见指出：出售套头的看涨期权的劣势在于，如果股票的市场价格上升，你将损失未来的潜在利润。当上升幅度较大时，你的损失也相应较大。但时，当长期目标一定时，你所选取的长期增长潜能较好的股票波动性也较小，因此，损失未来利润的风险也较小。

适当地运用期权投资可以达到投资组合增值的长期目标。对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于股票投资者而言，出售套头的看涨期权是可行的，风险较小，同时确实能够提供持续的较高回报率——只要你设定并遵循合理的规则。虽然存在损失潜在利润的可能性，但是，大多数投资者都愿意选择获取稳定的高收益而放弃不能预期的临时收益。如果你的目标是稳定长期增长，辅之以一定的当期收入，对于良好选择的股票出售套头的看涨期权是一种可行的策略。

没有耐心的投资者可能趋向于实施投机策略，可能购买期权而非股票。如果这些期权可以持续获利，你可以在几个月内达到长期增长目标，而不需等待几年。但是，大多数有经验的市场观察家都同意在市场中持续投机获利的可能性并不高。符合大多数投资者的标准的更为理性的投资策略，是以股票投资为基础，通过偶然的投机交易和循环出售看涨期权而大幅增加当期收入。

所有的投资形式都包含独特的机会、问题和风险。期权一般可以帮助你达到总体目标、降低风险或者对其他头寸提供保护。你可以用于对股票或者其他期权头寸提供套头，降低购买股票的成本，或者简单地将一小部分资金用于单纯的投机。

在期权市场中持续亏损的投资者具有共同的特点。他们不从最大利益出发制定目标或者选择策略，通常由于他们没有花费时间确定最大利益。他们的意图和目标不明确，因此不知道何时购买或出售。对于投资行为有一个通俗的描述："如果你不知道要去哪里，所有的路线都是一样的。"对于期权投资者和其他任何人而言都是如此。

成功的投资者也具有共同的特点。他们花费时间确定目标和风险承受能力。他们可以选择有意义的策略。成功从不降临到不做准备的人身上。期权市场的成功是可以预测并且可以控制的。如果学习知识、研究股票和相关期权、遵循制定的限定，你就会获得成功。另外，你还需要一定的实践经验，如果没有实际投入资金并且承担风险，即使事先在纸面上计划了一切，你也不会真

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正理解市场。经验是无法替代的。

制定个人投资策略也是一种有偿的经历。清楚地认识到你需要做什么然后成功地执行策略将使你产生成就感。你可以通过计算和观察制定出明智的期权策略并执行以获利。掌握复杂的投资领域，认识到自己可以完全控制局面，从中将获得满足感。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

词汇表

glossary

年利基础（annualized basis）：一种比较持有不同时期投资收益率的方法，将所有收益率表示成投资一整年的投资收益率（将现有投资收益率除以持有月份数额，再乘以 12）。

指定（assignment）：根据期权清算公司和经纪人公司制定的有序选择程序或在随机的基础上，安排一位期权卖方执行交割的行为。

平价（at the money）：期权的一种状态，对应股票的市场价格与期权的交割价格相一致。

竞价市场（auction market）：公开交易所，其中交易的期权、股票、债券和其他公开交易对象按照供需关系确定价格（需求大于供给使价格上升，供给大于需求使价格下跌。买卖价格由买卖双方给出）。

自动交割（automatic exercise）：到期时，尚未被执行和平仓的价内期权由期权清算公司对其采取的自动交割的行为。

平均下移（average down）：一种在股票市场价格下跌时购买股票的策略（以这种方式购买的股票的平均成本保持高于当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前的市场价格，因此股票价格下跌的一部分账面亏损被吸收，使得出售套头的看涨期权的投资者在股票价格下跌时也可以出售看涨期权获利）。

平均上移（average up）：一种在股票市场价格上涨时购买股票的策略（以这种方式购买的股票的平均成本保持低于当前的市场价格，使得出售套头的看涨期权的投资者可以出售基价低于交割价格的价内期权）。

每月购买 100 股份

月份	价格	平均价格
1月	$ 40	$ 40
2月	38	39
3月	36	38
4月	34	37
5月	27	35
6月	29	34

图 G.1　平均下移

每月购买 100 股份

月份	价格	平均价格
1月	$ 40	$ 40
2月	44	42
3月	45	43
4月	47	44
5月	54	46
6月	52	47

图 G.2　平均上移

熊市价差（bear spread）：一种同时购买并且卖出看涨期权或者看跌期权的策略，在对应股票市场价格下跌时可以获取最大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润。

贝它（β系数）（beta）：一种衡量特定股票价格的相对波动性的指标，源于比较特定股票的价格变动幅度与更大范围的股票价格指数的变动幅度。

账面价值（book value）：公司股份的实际价值，更准确地称为每股账面价值。指公司资本额（资产减去负债）除以流通在外的股份数额。

盒式价差（box spread）：对于相同的股票同时开立一个牛市价差与一个熊市价差的组合策略。

盈亏均衡价格（break－even price）：又称为盈亏临界点。使期权投资者达到盈亏均衡的对应股票的价格。（对于看涨期权买方，盈亏均衡价格是交割价加上期权费成本；对于看跌期权买方，盈亏均衡价格是交割价减去期权费成本。）

突破(breakout)：股票价格上涨高于阻力位或者下跌低于支撑位。

牛市价差(bull spread)：一种同时购买并且卖出看涨期权或者看跌期权的策略，在对应股票市场价格上升时获取最大利润。

蝶形价差(butterfly spread)：开立交割价格处于某一价位的期权头寸，同时开立交割价格较高和较低的反向期权头寸。

期权买方(buyer)：一个购买看涨或看跌期权的投资者，当期权价格高于购买价格时获利。

日历价差(calendar spread)：价差策略的一种，同时购买和出售对应于相同股票但到期日不同的期权。

看涨期权(call)：又称买入期权，期权售出者赋予期权购买者的在特定时间内以固定价格购买100股份的选择权。

买离(called away)：由于期权交割而产生的股票过户（看涨期权执行时，期权卖方的100股份对应股票被以交割价格买走）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类别(class)：所有以一种对应证券为交割对象的期权，交割价格和到期月份可以不同。

轧平买入交易头寸(closing purchase transaction)：一笔轧平空头头寸的交易，买入一笔先前卖出的期权合约以平仓。

轧平卖出交易头寸(closing sale transaction)：一笔轧平多头头寸的交易，出售一笔先前买入的期权合约以平仓。

组合(combination)：对应于一种股票，购买或者出售任意数量的条款不完全相同的期权。

期权合约(contract)：一份单一的期权协议，该协议赋予了期权买方相应的权利（包括股票的确定、期权费、期权到期日、根据协议购买或出售股票的固定交割价格）。

转换(conversion)：期权被执行时，指定股票从看涨期权卖方过户或过户至看跌期权卖方的过程。

套头(cover)：对于出售的每份看涨期权，通过持有 100 股份对应股票而提供保护（空头所面临的风险由于持有 100 股份而得到保护）。

套头的看涨期权(covered call)：通过出售看涨期权建立空头寸，对于出售的每份看涨期权，卖方均持有 100 股份对应股票。

贷方价差(credit spread)：在价差策略中，空头期权头寸所收取的期权费高于多头期权头寸所支付的期权费及交易费用之和。

当前市场价格(current market value)：任何给定时间的市场价格。

周期(cycle)：特定股票的相应期权到期月份的类型（三种周期，4 个月为期，以月份缩写表示。分别是：1. 1 月、4 月、7 月和 10 月，或简写为 JAJO；2. 2 月、5 月、8 月和 11 月，或简写为 FMAN；3. 3 月、6 月、9 月和 12 月，或简写为 MJSD）。

借方价差(debit spread)：在价差策略中，空头期权头寸所收取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的期权费低于多头期权头寸所支付的期权费及交易费用之和。

债务投资(debt investment)：以贷款收取利息的形式进行的投资，例如购买债券。

深幅价内(deep in)：指对应股票的当前市场价格高于看涨期权的交割价或低于看跌期权的交割价 5 个基点或以上时的情况。

深幅价外(deep out)：指对应股票的当前市场价格低于看涨期权的交割价或高于看跌期权的交割价 5 个基点或以上时的情况。

交割(delivery)：股票所有权由一个持有人转至另一个持有人(在股票交割中,卖方收取价款后将股份过户至新持有人名下)。

得尔它(δ)(delta)：期权价格相对于对应股票价格的变动幅度。（如果看涨期权价格的变动幅度大于对应股票的变动，称为“向上的得尔它”；如果看涨期权价格的变动小于对应股票的变动，称为“向下的得尔它”。用于看跌期权的术语则相反。）

每股价格	看涨期权	看跌期权
48 47 46 45	深幅价内	深幅价外
44 43 42 41	价内	价外
40	交割价格	
39 38 37 36 35	价外	价内
34 33 32	深幅价外	深幅价内

图 G.3 深幅价内/深幅价外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票价格变动	期权费变动			
	1个基点	2个基点	3个基点	4个基点
1	1.00	2.00	3.00	4.00
2	0.50	1.00	1.50	2.00
3	0.33	0.67	1.00	1.33
4	0.25	0.50	0.75	1.00
5	0.20	0.40	0.60	0.80

图 G.4 得尔它

斜线价差(diagonal spread)：日历价差的一种，期权多头与空头的交割价格和到期日均不相同。

折价(discount)：以收取的期权费抵减对应股票的真实价格。(出售套头的看涨期权的优势之一,折价可以保护长头寸。)

派息率(dividend yield)：每份普通股所支付的股息，将每股支付的股息除以股票的当前市场价格。

成本平均(dollar cost averaging)：一种在一段时间内按照不同的市场价格购买股份的策略。(实施该策略使成本平均化。如果股票的市场价格上升,平均成本将总是低于当前的市场价格;如果股票的市场价格下跌,平均成本将总是高于当前的市场价格。)

下方保护(downside protection)：对所持有的每100股份购买一份相应的看跌期权。(在一定程度上防范了风险。对于价内期权，股票价格每下跌1个基点，看跌期权的价格将上涨1个基点。你可以在期权到期前出售看跌期权，以所获利润抵补股票损失，或者执行期权以交割价出售股份。)

提前交割(early exercise)：在期权到期日之前进行交割的行为。

每股盈利(earnings per share)：表示利润的一种常用指标，公司一年内或某时间段的净利润总额除以至财务报告的截止日期公司流通在外的普通股份数（结果以美元为单位）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权益投资(equity investment)：以获取部分所有权的形式进行的投资，例如购买某个公司的股票。

执行(exercise)：按照期权合约中约定的每股价格，依照看涨期权规定的条款买入股票或依照看跌期权规定的条款卖出股票的行为。

到期日(expiration date)：期权合约中指明的日期，过期后期权将失去价值。

到期截止时间(expiation time)：发送撤销或执行期权指令的最后期限，由于执行指令的经纪公司的规定不同或期权本身的差异而可能有所不同。

套期保值(hedge)：使用一种头寸保护另一种头寸的策略。（例如，买入一种预期将升值的股票，同时买入相同股票的看跌期权以避免因该股票的市场价格下跌而承受损失。）

水平价差(horizontal spread)：日历价差的一种，同种期权多头与空头的交割价格相同，但是到期日不同。

增量回报(incremental return)：通过出售看涨期权增加收益同时避免交割的策略。（当对应股票的价格上涨时，承受一定的亏损撤销一份看涨期权，取代以两个或多个到期日延迟的看涨期权，在置换过程中获取现金和利润。）

价内期权(in the money)：对应股票的市场价格高于交割价格的看涨期权,或是对应股票的市场价格低于交割价格的看跌期权。

内在价值(intrinsic value)：期权的当前市场价格中等于价内基点的部分(“基点”等于每股价格数,35 点等于每股 $35)。

最后交易日(last trading day)：一份期权到期月份的第三个星期五。

杠杆投资(leverage)：一种运用资金的方式，投资者可以使用相对较少数量的资金控制相对较大数量的资产。（杠杆效应可以由借款获取，例如，使用借入的资金购买股票或债券；还可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过购买期权获取杠杆效应，期权买方有权在较短时间内控制某种股票的 100 股份。总的来说，杠杆投资可以增大潜在利润，但同时也增大了潜在风险。）

图 G.5　价内期权

股票价格	交割价格	内在价值
$ 38	$ 35	$ 3
43	45	0
41	40	1
65	65	0
21	20	1

图 G.6　内在价值

列名期权(listed option)：在公开交易所交易并在金融报刊中公开列名的期权。

锁定(lock in)：当投资者持有看涨期权空头时，就冻结了对应股票的价格。（只要该看涨期权头寸开立，不论对应股票的当前市场价格如何变动，卖方所持有的股票就被锁定在该交割价格。当期权被执行时，股票按锁定价格交割。）

多头套期保值(long hedge)：购买期权，当股票价格上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，对投资组合头寸提供保护。投资者在卖空股票时可以采用此策略，以防止股票市场价格上涨承受亏损。

多头(long position)：又称长头寸。投资者在卖出之前先执行的买入交易(该多头可通过执行相应的卖出交易或到期而平仓)。

多头跨式策略(long straddle)：购买相同数量的看涨期权和看跌期权，交割价格和到期日相同。当对应股票价格上涨或者下跌较大幅度，足以抵补开立头寸的成本时，该策略可以获利。

亏损区间(loss zone)：使期权投资者承受亏损的对应股票的价格区间。(期权买方所承受的亏损有限,期权费成本将是最大亏损。)

保证金账户(margin)：开立于经纪公司的一种账户，须存入最低限额以上的现金和证券，为持有的空头寸或尚未付清的购买交易提供担保。

市场指令(market order)：投资者向经纪人下达的指令，要求以可以取得的最好价位买入或卖出。

市场价格(market value)：在给定时间或日期的投资的价格。买方愿意付出该价格以获得投资，卖方也愿意收取该价格转移该项投资。

联姻看跌期权(married put)：用于对多头进行套期保值的看跌期权。(持有的每份看跌期权用于保护资产组合中的100股份对应股票。如果股票价格下跌,看跌期权的价格将会上涨以抵补该亏损。)

货币价差(money spread)：同垂直价差。

裸露的期权(naked option)：期权卖方出售期权以开立空头头寸时，并未持有对应股票的100股份。

裸露的头寸(naked position)：投资者持有看涨期权空头时,对于售出的每一份看涨期权并未实际持有对应股票的100股份。

开立买入交易头寸(opening purchase transaction)：一笔初始买入交易，也称为“做多”。

开立卖出交易头寸(opening sale transaction)：一笔初始卖出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易，也称为“做空”。

未平仓合约数额(open interest)：给定时间的特定期权的未平仓合约的数额，可用于衡量市场对于该期权的兴趣。

未平仓头寸(open position)：开立的买入（多头）或者卖出（空头）头寸，在未轧平（撤销）、执行或者到期之前的状态。

期权(option)：又称选择权，在未来特定的日期以特定的固定价格购买或者出售某种股票的100股份的权利。

价外期权(out of the money)：对应股票的市场价格低于交割价格的看涨期权，或是对应股票的市场价格高于交割价格的看跌期权。

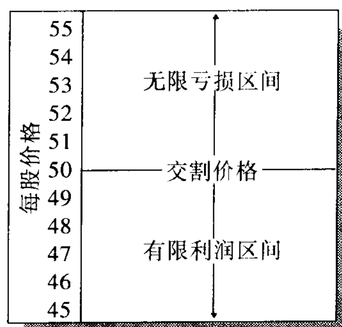


图 G.7 裸露的期权

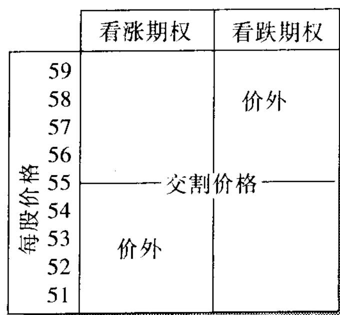


图 G.8 价外期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纸面利润(paper profits)：又称未实现利润。仅存在于纸面而没有实际获取的价值；纸面利润（或纸面亏损）只有在执行反向平仓交易时才成为已实现利润。

等价(parity)：一份期权在到期时，期权费中仅包含内在价值，没有时间价值。

期权费(premium)：期权的当前价格，交易时期权买方支付、卖方收取的价格。（期权费的数额表示为没有货币符号的每股价格，例如，期权费为3意味着该合约的当前市场价格为$300。）

市盈率(price/earnings ratio)：股票市场投资者用来评估和比较股票的常用指标，将股票的当前市场价格除以最近期的每股盈利。

利润边际(profit margin)：衡量公司营运的最常见指标，将净利润除以总销售额。

投入资产收益率(profit on invested capital)：表示公司股权投资者收益率的一种基础性指标，将净利润除以投入资产的金额。

利润区间(profit zone)：使期权投资者实现利润的对应股票的价格区间。（对于看涨期权买方，利润区间指盈亏临界点以上的价位，对于看跌期权买方，利润区间指盈亏临界点以下的价位。）

看跌期权（put）：又称卖出期权，期权售出者赋予期权购买者的在特定时间内以固定价格出售100股份的选择权。

要求卖方执行(put to seller)：执行看跌期权并要求卖方以固定的交割价格购买100股份的行为。

随机漫步理论(random walk)：一种关于市场定价的理论，认为股票价格无法预测，因为其价格变动是完全随机的。

回报率(rate of return)：也称收益率。投资产生的收益，将出售时所获得的净现金利润除以购买时支付的金额。

比例日历组合价差(ratio calendar combination spread)：将比例日历价差策略与盒式价差策略相结合的策略。（对应相同的股票开立长短头寸，合约数量不同，涉及两个或多个到期日。该策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略主要用于在对应股票的市场价格上升或下跌时获利。）

比例日历价差(ratio calendar spread)：该价差策略中，所开立的长短期权头寸的数量不同，到期日也不相同。（该策略产生两个独立的利润和亏损区间范围，其中一个随着较早的到期日消失。）

比例出售(ratio write)：对某头寸提供部分套头而非完全套头的策略（抵消了部分风险，因此比例出售也可以用于降低总体风险水平）。

已实现利润(realized profits)：轧平头寸时实现的利润或亏损。

阻力位(resistance level)：某种股票的特定价位，被认为是在当前情况下可能达到的最高交易价格水平，股票价格不太可能上涨高于该价格。

交割回报率(return if exercised)：当期权买方执行期权时，期权卖方所能实现的预计回报率。（该计算包括对应股票盈亏、收取的股息和出售期权时收取的期权费。）

未交割回报率(return if unchanged)：当期权买方放弃执行期权时，期权卖方所能实现的预计回报率。（该计算包括对应股票收取的股息和出售期权时收取的期权费。）

交割价格 40
购买价格 38
5 月 40 看涨期权售价为 3
股息收入 $80

看涨期权费	$300
股息收入	80
资本利得	200
回报	$580
	15.3%

图 G.9　交割回报率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票基价 $3800

出售 5 月 40 看涨期权	$300
收取股息	80
总收入	$380
回报率	10.0%

图 G.10 未交割回报率

反向套期保值(reverse hedge)：多头或者空头套期保值策略的扩展，开立的期权数量多于对股票头寸提供套头所需要的数量。这样，当对应股票市场价格出现不利变动时，可以增加获利潜力。

向下滚动(roll down)：出售新的交割价格较低的看涨期权以替代旧的交割价格较高的看涨期权。

向前滚动(roll forward)：出售一个新的期权以置换旧的期权，两个期权的交割价格相同，但是新期权的交割日期延后。

向上滚动(roll up)：出售新的交割价格较高的看涨期权以替代旧的交割价格较低的看涨期权。

期权卖方(seller)：一个将期权的权利出售给其他人的投资者，当期权市场价值低于出售价格时获利。

系列(series)：条款相同的一组期权。

交割日期(settlement date)：买方需要支付价款、卖方有权收取价款的特定日期。（股票交易的交割日期是交易日后的第五个工作日。期权的交割日期是交易日的下一个工作日。）

股份(share)：公司资产的单位所有权。

空头套期保值(short hedge)：购买期权，当股票价格下跌时，对投资组合头寸提供保护。投资者在持有股票多头时可以采用此策略，以防止股票市场价格下跌承受亏损。

空头(short position)：又称短头寸。投资者在买入之前先执行的卖出交易(该空头可通过执行相应的买入交易或到期而平仓)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空头跨式策略(short straddle)：出售相同数量的看涨期权和看跌期权，交割价格和到期日相同。当对应股票价格变动仅限于有限区间时，该策略可以获利。

投机(speculation)：投入资金获取短期利润，同时承担一定的风险，投机者认识到有可能会承受较大或全部亏损。（购买看涨期权进行杠杆投资是投机的一种形式。期权买方可能在几天中获取巨额利润或损失全部投资。）

期权价差(spread)：同时购买和出售对应于相同股票的同类看涨期权或看跌期权，交割价格或到期日不同，或者两者均不相同。(期权价差策略的目的在于当对应股票的价格变动与预期不符时,增加潜在利润并减少风险,或利用股票价格运动的有利时机。)

标准条款(standardized terms)：同“期权条款”。

停损限价指令(stop - limit order)：投资者下达至经纪人的指令,要求在特定的价位(或者在特定的价位区间)购买或出售。

停损指令(stop order)：投资者向经纪人下达的指令，要求以特定的价格或高于该价格买入，或以特定的价格或低于该价格卖出（一旦达到或超过该价位，该指令成为一个市场指令）。

跨式策略(straddle)：同时购买或出售相同数量的具有相同的交割价格和到期日的同类看涨期权和看跌期权。

交割价格(striking price)：期权合约中指明的100股份特定股票的固定价格，当合约执行时，不管当时该股票的市场价格如何，期权合约的持有者都将按该价格购买或出售股票。

适合性(suitability)：对特定的投资或市场策略进行评判的标准。（投资者对期权的了解和经验是评判适合性的重要标准。只有当投资者理解市场并且可以承担所涉及的风险时，所采取的策略才是适当的。）

支撑位(support level)：某种股票的特定价位，被认为是在当前情况下可能达到的最低交易价格水平，股票价格不太可能下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌低于该价格。

税务看跌期权(tax put)：一种投资策略，在以低于成本价格出售股票（出于税务方面的考虑）的同时出售看跌期权（出售期权所收取的期权费用于抵补股票亏损；如果看跌期权被执行，股票以交割价格购回）。

期权条款(terms)：用于描述期权合约的特征，包括交割价格、到期月份、期权类型（看涨或看跌）和对应证券。

时间价差(time spread)：同“日历价差”。

时间价值(time value)：期权的当前市场价格中高于内在价值的部分。

回报总额(total return)：包括出售看涨期权的收入、出售股票的资本利得和收取的股息在内的综合回报额（回报总额可以有两种计算方法:期权被执行时的回报额,和期权无效过期时的回报额)。

期权费总额	内在价值	时间价值
$4	$3	$1
2	0	2
4	1	3
1	0	1
3	1	2

图 G.11　时间价值

股票以每股 $40 的价格被交割（成本为每股 $34），共持有 13 个月

期权费	$800
股息	110
资本利得	600
总额	$1510
13 个月的回报率	44.4%
年回报率	41.0%

图 G.12　回报总额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未套头的期权(uncovered option)：同“裸露的期权”,出售一份期权,但未同时持有对应股票的100股份提供套头或者保护。

对应股票(underlying stock)：期权合约中指明的股票，期权合约授予持有者买入或卖出该种股票的权利。

变量套期保值(variable hedge)：一种同时开立相应期权的多头和空头的套期保值策略，多空一方的期权数量多于另一方（该种策略的目的是降低风险或者增大潜在利润）。

垂直价差(vertical spread)：交割价格不同但是到期日相同的期权价差。

$$\frac{\text{高价}-\text{低价}}{\text{低价}}$$

年高	年低	百分比
$65	$43	51%
37	34	9
45	41	10
35	25	4
84	62	35
71	68	4
118	101	17
154	112	38

图 G.13 波动性

变动率(volatility)：衡量股票市场价格变动程度的指标，指标以百分数表示，衡量时间通常为1年。（计算方法，以12个月中的最高价格减去最低价格，除以最低价格。）

交易量(volume)：指某种股票、期权或市场整体的交易数量。

消耗资产(wasting asset)：在一段时间内价值减少的资产。（例如期权，其仅存在于到期日之前，到期日之后没有价值。）

出票人(writer)：又称卖方。出售看涨期权（或者看跌期权）的个人。